

***Variazione del controllo e OPA indiretta:
un (tentativo di) inquadramento sistematico
tra norme e casistica***

***Change in control and chain principle
in the mandatory tender offer framework.
A systematic review and discussion
amid rules and market precedents***

Alessandro Triscornia

ABSTRACT: La variazione nell'assetto azionario di società *holding* non quotate che detengono una partecipazione di controllo in una società quotata è un fenomeno particolarmente rilevante sul mercato italiano. Non sempre, tuttavia, le modifiche nella compagine azionaria della società *holding* determinano un obbligo di offerta pubblica di acquisto sulla quotata a valle. Questo articolo analizza il quadro normativo dell'OPA indiretta e i precedenti di mercato nel tentativo di delineare criteri oggettivi che consentano di distinguere le operazioni neutrali ai fini OPA dalle operazioni soggette invece ad obbligo di offerta.

PAROLE CHIAVE: OPA indiretta – Holding – Variazione del controllo – Prevalenza – Prezzo dell'offerta – Controllo congiunto – Patto parasociale – Concerto.

ABSTRACT: A change in the shareholders' base of non-listed holding companies that control listed companies is a common feature in the Italian market. However, not all changes trigger a mandatory tender offer. This paper discusses the chain principle rules and precedents with a view to setting out objective criteria to determine the circumstances under which a transaction triggers or not a mandatory tender offer pursuant to the chain principle.

KEYWORDS: Tender offer and chain principle – Holding company – Change in control – Significant purpose of control acquisition – Chain principle offer price – Joint control – Shareholders' agreement – Acting in concert.

SOMMARIO: 1. Una breve premessa sul tema d'indagine. – 2. L'articolazione normativa dell'OPA indiretta. – 3. (Segue): prevalenza e prezzo. – 4. (Segue): le peculiarità dell'art. 45 Reg. Emittenti. – 5. Il requisito del controllo. – 6. Il concerto nell'OPA indiretta: frammenti di controllo congiunto nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. – 7. La valenza asimmetrica delle variazioni del controllo nei *leading case* di Consob. – 8. Un primo possibile paradigma di riferimento: l'IFRS 11. – 9. Un più compiuto termine di raffronto: la nozione anti-trust e, in particolare, la *Commission Consolidated Jurisdictional Notice*. – 10. L'orientamento della Consob sul depotenziamento del socio di controllo e la nozione di predominanza codificata dall'autorità di mercato francese. – 11. Linee guida per la neutralità OPA.

1. Una breve premessa sul tema d'indagine

La Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (in tema di offerte pubbliche di acquisto) ha da tempo creato, all'interno dello spazio comune europeo, un'*infrastruttura giuridica* omogenea nel campo dell'OPA. Tuttavia, gli effetti concreti delle regole sulle offerte pubbliche di acquisto restano, ancor oggi, largamente influenzati dalla struttura dei singoli mercati nazionali [1]. Anche quando emergono problemi trasversali a più ordinamenti, le soluzioni che ne conseguono presentano differenze, spesso marcate, nelle varie giurisdizioni. Ne è prova il tema del concerto [2], che, come risulta da un corposo studio del 2011 dell'Unione Europea di valutazione degli effetti della Direttiva OPA negli

[1] "Takeover policy is historically a contentious debate. Different views and approaches have vigorously clashed when framing M&A law in Europe—pretty much the same way as on this side of the pond. This is not surprising: rules governing acquisitions of control must delicately balance the various interests of the constituencies involved. That balancing occurs both at the "micro level" of the deal in question (interests of stakeholders of acquirers and of targets) and at the "macro level" of national systems (their political economy, their efficiency and competitiveness, their long-term planning, their security, and so forth)", così GATTI, "Upsetting Deals and Reform Loop: Can Companies and M&A Law in Europe Adapt to the Market for Corporate Control?", 25 *Columbia Journal of European Law*, 1 (2019), 1, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3205391>.

[2] A fronte di un positivo giudizio generale degli operatori di mercato sull'efficacia dell'OPA obbligatoria, compare una notazione critica su tre temi specifici, tra cui, in particolare, proprio la difficile perimetrazione dell'azione di concerto: "the frustrations seem to come from three areas: the definition of acting in concert (viewed as potentially too broad by institutional investors), the use of cash-settled derivatives to build up an interest in connection with a takeover bid, and the propensity to try and obtain de facto control through an interest remaining just below the threshold triggering a mandatory bid (e.g. a 29.9% interest)", ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 19. Non a caso, anche nell'ordinamento in cui è nato il concetto stesso di concerto ai fini OPA, la sua applicazione concreta resta comunque problematica: nelle note introduttive alle disposizioni in materia di offerta obbligatoria del City Code inglese, si legge, infatti, che: «the majority of questions which arise in the context of Rule 9 [ossia dell'obbligo di offerta per superamento della soglia] relate to persons acting in concert».

stati membri, rappresenta l'area maggiormente critica sul piano interpretativo. Mentre in Italia l'azione di concerto finisce tendenzialmente per esaurirsi – non ovviamente nell'articolazione normativa, ma nella realtà applicativa – nella *categoria del parasociale* ex art. 122 TUF, in Inghilterra e dunque proprio nell'ordinamento da cui la Direttiva OPA ha tratto ispirazione, il concerto prende forma e sostanza *a prescindere dagli accordi di sindacato*, che molto raramente si riscontrano nella pratica [3]. Ciò non significa, naturalmente, che accordi tra azionisti di una società quotata che disciplinino il voto o la circolazione delle azioni siano del tutto estranei all'esperienza inglese, ma è raro che una coalizione di azionisti governi stabilmente un'emittente in virtù di un patto parasociale nell'accezione italiana. A partire da una *definizione generale di concerto* molto simile [4], l'esperienza applicativa ha dunque preso, in Italia e in Inghilterra, direzioni molto diverse. Mentre, infatti, lo sforzo del regolatore inglese si è focalizzato sul ricondurre all'interno di una nozione elastica le azioni concertate effettivamente finalizzate all'acquisto del controllo [5], la nostra autorità di mercato si è misurata con il problema opposto, avendo dovuto mitigare, in via interpretativa, l'effetto altrimenti "sistemico" della presunzione assoluta di concerto tra gli aderenti ad un patto parasociale. Il legame



[3] Su quel mercato è infatti del tutto assente l'enfasi che in Italia si è storicamente attribuita ai patti parasociali quale strumento per il controllo delle società quotate; nei paesi di *common law* il fenomeno dei patti parasociali è per lo più circoscritto al modello di governo delle società private, mentre è nella pratica pressoché assente per le *public companies*, per cui anzi si è nel tempo andata affermando una tendenziale incompatibilità tra patti parasociali e quotazione in borsa. Cfr. l'analisi effettuata dalla Consob nelle Note tecniche in materia di trasparenza dei patti parasociali del 7 agosto 1998.

[4] La definizione generale di persone che agiscono di concerto dettata dall'art. 101-bis, 4° comma del TUF ricalca, quasi *verbatim*, quella del *City Code*; la previsione italiana aggiunge a quella inglese un inciso relativo all'accordo a base della cooperazione (che nel testo italiano si precisa poter essere anche «invalido o inefficace») e una precisazione (l'accordo, oltre che volto all'acquisto o rafforzamento del controllo, può essere anche volto a mantenerlo). Si tratta in tutta evidenza di differenze apprezzabili su un piano quasi esclusivamente lessicale; ciò che in realtà distingue i due ordinamenti è l'assenza, nel sistema inglese, di una presunzione (peraltro assoluta) di concerto incentrata sui patti parasociali come fattispecie autonoma e distinta rispetto alla clausola generale dell'agire di concerto in base ad un accordo finalizzato al controllo. Ne consegue che, in presenza di un accordo tra soci, il *City Code* riconoscerà l'esistenza di un'azione concertata solo laddove sussista la finalità di acquisire il controllo dell'emittente sulla scorta della clausola generale.

[5] "The nature of acting in concert requires that the definition be drawn in deliberately wide terms. It covers an understanding as well as an agreement, and an informal as well as a formal arrangement, which leads to co-operation to purchase shares to acquire control of a company. This is necessary, as such arrangements are often informal, and the understanding may arise from a hint. The understanding may be tacit, and the definition covers situations where the parties act on the basis of a 'nod or a wink'. Unless persons declare this agreement or understanding, there is rarely direct evidence of action in concert, and the Panel must draw on its experience and common sense to determine whether those involved in any dealings have some form of understanding and are acting in co-operation with each other", cfr. *Statement del Panel* 1989/13; vedi anche il recente *statement* 2015/15.

simbiotico, disposto in diritto positivo [6], tra concerto e patti parasociali, imponendo un obbligo di offerta anche in caso di modeste variazioni nell'assetto proprietario e di controllo di un'emittente, avrebbe infatti ingessato gli assetti proprietari, senza alcuna utilità rispetto alla *ratio* dell'OPA obbligatoria.

Da questa esigenza è nato il ricco *catalogo* di comunicazioni della Consob [7] sul rapporto tra patti parasociali e acquisto concertato del controllo, nella duplice direzione del *sindacato a geometria variabile* (con le ipotesi di ingresso di nuovi soci in un patto preesistente o il trasferimento di azioni *infra* patto) e del *sindacato di sostegno* (per l'ipotesi, invece, in cui l'*incumbent*, controllante di fatto o di diritto, pur mantenendo una partecipazione superiore alla soglia OPA, ceda parte della propria quota ad altro soggetto e con lui sottoscriva contestualmente un patto parasociale che gli consenta di mantenere il controllo dell'emittente) [8].

L'intervento della Consob ha portato, di fatto, ad una vera e propria integrazione della disciplina dell'art. 109 del TUF, con l'individuazione dei criteri in base ai quali distinguere tra operazioni di acquisto (*infra* o *extra* patto) e contestuale modifica (o stipulazione *ex novo*) di un patto parasociale sussumibili nella fattispecie del concerto *ex art.* 109 TUF (con conseguente obbligo di OPA in solido tra i concertisti) e fattispecie che, pur basate sulla medesima sequenza, possano invece essere affrancate dall'obbligo di offerta. In buona sostanza, la Consob ha focalizzato la propria attenzione *non sul dato formale* (la detenzione, *post* acquisto, di una partecipazione sopra soglia da parte di soggetti, di concerto tra loro, in una composizione diversa da quella in essere ante acquisto), *ma piuttosto sul dato sostanziale* (la portata delle modifiche soggettive e oggettive al patto ai fini di una valutazione della loro incidenza sugli assetti proprietari e di governo dell'emittente). La linea di demarcazione tra sussistenza o, di converso, insussistenza dell'obbligo di offerta coincide dunque, nella lettura della Consob, con l'intensità nella variazione del pat-

[6] Art. 101-bis, § 4-bis del TUF: «sono in ogni caso, persone che agiscono di concerto ... gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d) [del TUF]», con la conseguenza che, ex art. 109, 1° comma, TUF «sono solidalmente tenuti [all'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria di acquisto] le persone che agiscono di concerto quando vengono a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate [dagli artt. 106 e 108]».

[7] In ordine cronologico, ma senza pretesa di esaustività: Comunicazioni Consob DIS/99061705 del 13 agosto 1999; DIS/99024712 del 31 marzo 1999; DAL/38036 del 18 maggio 2000; DCL/DEM/85385 del 16 novembre 2000; DEM/2010342 del 14 febbraio 2002; DEM/2042919 del 14 giugno 2002; DEM/2068311 del 21 ottobre 2002; DEM/8085779 del 17 settembre 2008; DEM/11016918 del 4 marzo 2011; DEM/11042591 del 13 maggio 2011; DCG/0074531 del 18 settembre 2014; n. 0088117 del 4 ottobre 2016.

[8] In argomento, mi sia consentito rinviare a TRISCORNIA, "Riflessioni sull'OPA obbligatoria, ripercorrendone la *ratio*", *Banca Impresa Società*, 2018, 105 ss.

to (in una duplice accezione, soggettiva e oggettiva) [9]. L'indirizzo interpretativo della nostra autorità è ormai divenuto parte integrante del *diritto vivente* delle offerte pubbliche di acquisto ed ha formato oggetto di approfondimento in dottrina in misura non inferiore al rilievo pratico che ha avuto – e continua ad avere – nelle operazioni di mercato.

Non altrettanto è avvenuto, tuttavia, per uno specifico *sottoinsieme del parasociale*, che pure è, in concreto, estremamente rilevante per come il mercato italiano è strutturato [10]; mi riferisco alla variazione del controllo su società *holding* non quotate, familiari o comunque a ristretta base azionaria, che siano titolari della partecipazione di controllo in una quotata. Sono, infatti, ricorrenti, nell'esperienza italiana, operazioni di mercato imperniate sull'ingresso di nuovi soci nel capitale di *holding* che detengano una quotata a valle, talvolta senza che ne consegua un obbligo di offerta [11], altre volte a supporto di un'offerta volontaria di acquisto o

[9] Comunicazione Consob DIS/99061705 del 13 ottobre 1999: “sarebbe non solo privo di qualsiasi fondamento logico, ma anche palesemente contrario alla ragion d'essere della normativa italiana in tema di offerte pubbliche obbligatorie d'acquisto, nonché privo di ogni riscontro nel panorama internazionale, l'ipotizzare che anche variazioni minime nella composizione soggettiva di un patto parasociale, tali da non incidere sugli assetti proprietari di quest'ultima, facciano sorgere un obbligo di offerta totalitaria solidalmente in capo a tutti gli aderenti, ivi compresi quelli che già prima ed indipendentemente da tali variazioni detenevano una partecipazione rilevante nella società tramite un patto rimasto per il resto assolutamente immutato”; mentre l'obbligo di offerta è ineludibile “qualora i mutamenti determinino una vera e propria novazione o comunque implicino una significativa modificazione delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno”.

[10] Come risulta dal Rapporto della Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane per il 2019 “a fine 2018 la maggioranza delle società quotate italiane mostra, come di consueto, assetti proprietari concentrati, essendo controllate di diritto in 123 casi, da un azionista che detiene una quota di capitale inferiore al 50% in 57 casi e attraverso patti parasociali di controllo in 23 casi. Possono essere definiti a proprietà dispersa solo 13 emittenti, prevalentemente di grandi dimensioni e con una capitalizzazione complessiva pari a poco più di un quinto di quella di mercato”, 3 – disponibile all'indirizzo http://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/rapporto-corporate-governance-2019/10194. Ed è sufficiente scorrere la sezione sugli assetti proprietari del sito Consob per vedere come molte delle 123 quotate italiane controllate di diritto lo siano attraverso una o più società non quotate a ristretta base azionaria.

[11] Cfr. l'investimento indiretto di Gowan LLC in Isagro S.p.A. nel 2013, oggetto della Comunicazione Consob DCG/0079962 del 9 ottobre 2013; o, ancora, il recente investimento dei fondi Ardian nel gruppo Gavio: “Aurelia S.r.l., holding finanziaria della famiglia Gavio, e Ardian, società di investimento privata leader a livello mondiale e nel settore delle infrastrutture, hanno dato esecuzione in data odierna al contratto sottoscritto in data 2 agosto [2018] relativo all'acquisizione da parte di Ardian di una partecipazione di minoranza, pari al 40%, di Nuova Argo Finanziaria S.p.A., società che detiene, direttamente e indirettamente, una partecipazione complessivamente pari al 58,77% di ASTM S.p.A., che a sua volta detiene una partecipazione del 63,41% di SIAS S.p.A.. Sempre in data odierna, Aurelia e Ardian hanno sottoscritto un patto parasociale avente ad oggetto, tra l'altro, la governance e i trasferimenti di azioni di Nuova Argo Finanziaria S.p.A., ASTM S.p.A. e SIAS S.p.A.”, https://www.gruppo-gavio.it/wp-content/uploads/20180927-Closing_Aurelia-Ardian-2.pdf.

scambio [12] o talora, all'opposto, con conseguente lancio di un'OPA obbligatoria [13].

Si tratta, peraltro, di fattispecie particolarmente interessanti sia sul piano teorico (perché involgono il tema del controllo congiunto in campo societario) sia sul piano pratico (perché danno luogo ad una serie di complessi problemi interpretativi e applicativi). In questo lavoro intendo dunque affrontare, in una visione unitaria, i molteplici profili dell'OPA indiretta [14], partendo dall'esegesi delle norme che la regolano e analizzando poi (a) quale ne sia il presupposto (con particolare riferimento al tema del controllo congiunto); (b) entro quali limiti un nuovo socio possa acquisire una partecipazione nel capitale della *holding* senza che ne scaturiscano obblighi di OPA; e (c) se, sulla scorta dei precedenti, sia possibile enucleare linee guida per vagliare, *ex ante* e con criteri oggettivi, la neutralità ai fini OPA dell'ingresso di nuovi soci nel suo capitale.

2. L'articolazione normativa dell'OPA indiretta

Punto di partenza dell'analisi è ovviamente il quadro normativo, che il legislatore del TUF ha interamente delegato alla Consob [15], limitandosi a disporre, nella

[12] Cfr. l'investimento indiretto dei fondi Permira e Private Equity Partner nella *holding* di controllo di Marazzi S.p.A., con contestuale lancio di un'offerta totalitaria di acquisto nel 2008, <https://www.privateequityinternational.com/permira-completes-marazzi-exit/>.

[13] Come nel caso dell'OPA lanciata dai fondi BC Partners su azioni di Coin S.p.A. nel 2011 a seguito dell'acquisto di una *holding* intermedia: "BC Partners acquisterà il 78,7% del gruppo Coin al prezzo di 6,5 euro per azione e lancerà un'offerta obbligatoria allo stesso prezzo sulle azioni rimanenti a fronte di una valorizzazione complessiva dell'*equity* della società di 930 milioni circa. Lo annuncia una nota precisando che Financière Tintoretto, società controllata da fondi gestiti da PAI Partners, si è impegnata a vendere ad Icon, controllata da fondi assistiti da BC Partners, l'intera partecipazione detenuta in Giorgione Investimenti, che controlla il 69,3% di Coin, valorizzandola 644,57 milioni circa (6,5 euro per azione). Nell'ambito dell'operazione, Giorgione acquisterà un ulteriore 2,1% di Coin dal management e il 7,3% da Dicembre 2007 SpA allo stesso prezzo per un importo di 87,79 milioni circa", <https://it.reuters.com/article/businessNews/idITMIE74801520110509>. Vedi anche la Comunicazione Consob DEM/1085144 del 13 novembre 2001.

[14] Con la precisazione che, ai fini di questo articolo, per OPA indiretta intendo soltanto una delle due fattispecie regolate dall'art. 45 del Reg. Emittenti, ossia il caso in cui un soggetto o più soggetti di concerto tra loro acquistino il controllo di una società non quotata (nel corpo dell'articolo, spesso anche solo la *holding*) il cui patrimonio sia costituito in prevalenza dalla partecipazione in una società quotata. Fuoriesce quindi dall'ambito del lavoro l'ulteriore fattispecie, nota come "OPA a cascata", anch'essa disciplinata nell'art. 45 del Reg. Emittenti, in cui l'acquisto di una partecipazione superiore al 30% (o al 25% se *large cap*) in una società quotata, che a sua volta partecipi oltre soglia in altra quotata, fa scattare un obbligo di OPA, oltre che sulla prima società, anche (per l'appunto, a cascata) sulla seconda.

[15] Già nella vigenza della legge n. 149/1992, cui si deve storicamente l'introduzione dell'istituto dell'OPA obbligatoria nel nostro ordinamento sia pur in una declinazione assai distante dall'attuale di-

norma primaria [16], che: «la Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui ... la partecipazione [rilevante ai fini OPA] [17] è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni o la maggiorazione dei diritti di voto, in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società [italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani]» [18].

Diversamente da quanto l'autonomia delle due fattispecie avrebbe probabilmente richiesto, la Consob ha disciplinato in un'unica disposizione regolamentare – art. 45 del Reg. Emittenti – sia l'OPA indiretta (nell'accezione accolta in questo articolo [19]) sia l'OPA a cascata. Il testo dell'art. 45, 1° comma del Reg. Emittenti richiede dunque una minima interpolazione per favorirne la lettura con esclusivo riferimento all'OPA indiretta: «l'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere il controllo di una società non quotata determina l'obbligo dell'offerta pubblica quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, una partecipazione in una società quotata superiore alle singole soglie rilevanti ai fini OPA [come indicate supra, nota 16]». Nel successivo comma 1-bis viene poi previsto l'obbligo di offerta anche per il caso in cui il superamento della soglia sia la conseguenza della maggiorazione dei diritti di voto, ma l'ipotesi riguarda, a stretto rigore, solo la fattispecie dell'OPA a cascata, e non già l'OPA indiretta; mentre infatti il superamento della soglia in una (prima) società quotata (che a sua volta detenga una partecipazione oltre soglia in una seconda quotata) ben può discendere dalla maggiorazione del diritto di voto, quest'ipotesi non è data nell'OPA indiretta, posto che la maggiorazione del voto è istituto proprio delle società quotate ex art. 127-*quinquies* del TUF, sicché non è configurabile in una *holding* non quotata. Ciò non significa tuttavia, che l'accrescimento del diritto di voto, nella forma dell'emissione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'art. 2351, 4° comma, c.c., non possa comportare, a carico di chi se ne sia avvalso e abbia per tale via acquisito il

disciplina del TUF, era stata la Consob ad integrare la disciplina primaria con la previsione della fattispecie dell'OPA indiretta, ma in quel caso non per delega del legislatore, bensì in suppletiva di un vuoto normativo – cfr. deliberazione Consob del 10 giugno 1992, n. 6265, in *G.U.* n. 161 del 10 luglio 1992 – Suppl. ord. n. 93.

[16] Art. 106, 3° comma, lett. a), TUF.

[17] Ossia la partecipazione indicata nei commi 1 (*soglia generale del 30%*), 1-bis (*soglia del 25% per le società diverse dalle PMI in assenza di altro socio che detenga una soglia più elevata*) e 1-ter (*soglia compresa tra il 25% e il 40% per le PMI che si siano avvalse della facoltà di prevedere statutariamente una soglia diversa da quella generale del 30%*) dell'art. 106 del TUF.

[18] Testualmente, l'art. 106, 3° comma, lett. a) del TUF fa riferimento a «società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società di cui all'articolo 105, comma 1», il quale a sua volta così recita: «... le disposizioni della presente sezione si applicano alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani».

[19] Cfr. supra, nota 13.

controllo della *holding* non quotata, un obbligo di offerta sulla quotata a valle; ma, a prescindere dall'eccezionalità di una simile ipotesi, si tratterebbe comunque di una lettura analogica (o forse estensiva) del 1°-bis comma, piuttosto che di una sua applicazione diretta.

Perché tuttavia l'acquisto del controllo nella *holding* faccia scattare l'*obbligo di offerta sulla quotata a valle*, è necessario che il patrimonio della *holding* sia «costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate», con la precisazione che «*si ha prevalenza ... quando ricorra almeno una delle due condizioni seguenti: a) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio delle società partecipante; b) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante*» – art. 45, 3° e 4° comma, Reg. Emittenti.

Già da una semplice lettura dell'art. 45 del Reg. Emittenti ne emerge con chiarezza la natura di norma di chiusura del sistema, in chiave antielusiva (perché se fosse possibile trasferire il controllo di una quotata in esenzione d'OPA semplicemente cedendo le azioni di una *holding*, l'istituto dell'obbligo di offerta diverrebbe di facile elusione) [20], ma anche di equivalenza nell'interesse tutelato dalla legge (dovendosi presumere, in funzione della prevalenza che la partecipazione nella quotata abbia nel patrimonio della *holding*, che l'interesse dell'acquirente sia quello di appropriarsi della partecipazione a valle della catena di controllo, sicché deve essere garantito agli altri soci, anche in questa ipotesi, il medesimo diritto all'*exit* che loro spetterebbe in ipotesi di mutamento diretto del controllo) [21].

[20] Tanto più in un mercato, quale quello italiano, in cui la maggioranza delle società quotate è controllata di diritto da un unico socio.

[21] Vedi MOSCA, *Le OPA obbligatorie*, in *Il testo unico finanziario*, vol. 2, *Mercati ed emittenti*, a cura di CERA e PRESTI (Bologna 2020), 14. Anche le regole inglesi sono incentrate su principi del tutto simili, cfr. Note 8 on Rule 9.1 «occasionally, a person or group of persons acting in concert acquiring shares resulting in a holding of over 50% of the voting rights of a company (which need not be a company to which the Code applies) will thereby acquire or consolidate control, as defined in the Code, of a second company because the first company itself is interested, either directly or indirectly through intermediate companies, in a controlling block of shares in the second company, or is interested in shares which, when aggregated with those which the person or group is already interested in, secure or consolidate control of the second company. The Panel will not normally require an offer to be made under this Rule in these circumstances unless either: (a) the interest in shares which the first company has in the second company is significant in relation to the first company. In assessing this, the Panel will take into account a number of factors including, as appropriate, the assets, profits and market values of the respective companies. Relative values of 50% or more will normally be regarded as significant; or (b) securing control of the second company might reasonably be considered to be a significant purpose of acquiring control of the first company». Il c.d. *chain principle* ha peraltro avuto rara applicazione, cfr. *Takeover Code know-how: Rule 9 by Practical Law Corporate*, Practice notes, 31 ss.

3. (Segue): *prevalenza e prezzo*

La determinazione della prevalenza non è tuttavia sempre agevole; se, infatti, la verifica del parametro sub art. 45, quarto comma, lett. a) [22] si risolve in un mero esercizio di raffronto tra voci contabili, il calcolo del parametro sub lett. b) [23] è invece “immediato” solo nel caso in cui la *holding* rivesta l’unica funzione di “contenitore” del pacchetto azionario di controllo nella quotata, mentre risulta inevitabilmente problematico nel caso in cui la *holding* sia invece una società con un’attività propria o investimenti diversificati.

Analogamente, il calcolo del prezzo cui l’OPA (indiretta) debba essere lanciata sarà esercizio pressoché matematico nel primo caso (trattandosi solo di tradurre in prezzo per azioni della quotata ciò che è stato pagato per le azioni della *holding*, tenuto conto delle sue eventuali attività o passività contabili residuali), mentre nel secondo caso, qualora il prezzo attribuito dalle parti alla partecipazione nella quotata non emerga in modo attendibile dal tenore della documentazione dell’operazione [24], si dovrà necessariamente scomporre il valore della società *holding* nei suoi singoli *asset* e ricavarne induttivamente un prezzo per azione della quotata a valle [25]. A questo fine, le comunicazioni della Consob [26] sul calcolo della prevalenza ex art. 45, 4° comma, lett. b) del Reg. Emittenti rappresentano indubbiamente un punto di riferimento sul piano del metodo, senza, tuttavia, che se ne possa immaginare una applicazione “automatica e autoritativa” ai fini della determinazione del prezzo dell’OPA indiretta. Il criterio estimativo delineato dalla Consob si fonda infatti su elementi di apprezzamento inferenziali e discrezionali [27] che, se appaiono

[22] Che la Consob definisce *condizione di prevalenza c.d. oggettiva*, cfr. Comunicazione Consob n. 0064164 del 31 luglio 2014.

[23] Che la Consob definisce *condizione di prevalenza c.d. valutativa*, cfr. la comunicazione citata nella nota precedente.

[24] In questo senso, Comunicazione Consob DIS/99053857 del 12 luglio 1999.

[25] Così MUCCIARELLI, “Offerta pubblica di acquisto totalitaria”, in *Commentario TUF*, a cura di VELLA (Torino, 2012), II, 1070.

[26] Cfr. Comunicazione Consob DIS/99012964 del 24 febbraio 1999; Comunicazione Consob DCG/DIE/CL/12061168 del 20 luglio 2012; Comunicazione Consob n. 0064164 del 31 luglio 2014.

[27] In sintesi, la Consob ricava il valore attribuito alla partecipazione nella quotata ponendo a raffronto l’*enterprise value* della *holding* (dato che si ricava, oggettivamente, dal prezzo pagato per l’acquisto delle sue azioni, cui viene sommato l’indebitamento netto) con l’investimento nella quotata che viene valorizzato in misura pari al prezzo medio di mercato, incrementato di un congruo prezzo di maggioranza. Sia la scelta dell’arco temporale su cui calcolare il prezzo medio di mercato (che la Comunicazione Consob DIS/99012964 del 24 febbraio 1999 individua nei tre mesi precedenti l’annuncio nell’operazione) sia, soprattutto, la misura del premio di maggioranza (che la stessa comu-

giustificati in un giudizio di prevalenza tra valori relativi, non necessariamente rispecchiano le dinamiche di formazione del prezzo nelle trattative tra le parti. È dunque ragionevole attendersi che, da un lato, l'acquirente si premuri di disciplinare convenzionalmente (o comunque di documentare nelle trattative) la quota di prezzo imputabile alla partecipazione nella società quotata di cui la *holding* sia titolare [28] e che, dall'altro lato, la Consob, nello svolgimento dell'istruttoria sul documento di offerta, formuli specifiche richieste informative [29], acquisendo analisi ed elaborati peritali di cui l'offerente si sia avvalso [30], e utilizzi semmai il criterio elaborato per il calcolo della prevalenza quale metodo di confronto e verifica rispetto ai valori che le siano pervenuti dalle parti.

Del resto, obiettivo dell'esercizio non è la determinazione di un *prezzo equo*, ma il calcolo, sia pur induttivo, del prezzo che l'acquirente della *holding* abbia effettivamente inteso pagare per le azioni della quotata [31]. Questo, peraltro, è l'approccio che è stato seguito anche dal regolatore inglese in una delle rare applicazioni del *chain principle* oltremarina: *“the determination of the Chain Principle Offer price is not a question of ascertaining a fair, true or reasonable value. There*

nicazione, così come la successiva DCG/DIE/CL/12061168 del 20 luglio 2012, quantificano nel 15%) sono in tutta evidenza connotati da una scelta soggettiva e discrezionale, per quanto ragionevole e coerente con dati di comune esperienza.

[28] Vedi ad esempio, il documento di offerta dell'OPA obbligatoria promossa nel 2017 da Agorà Investimenti S.p.A. sulle azioni della Save S.p.A.: *“al fine della determinazione di tale prezzo più alto pagato si è fatto applicazione dell'interpretazione dell'art. 106, comma 2, TUF fornita dalla CONSOB, tra le altre, nella comunicazione n. DIS/99053857 del 12 luglio 1999 per il caso di acquisti indiretti di partecipazioni, ai sensi dell'art. 106 comma 3, lett. (a), TUF e 45 del Regolamento Emittenti. In particolare, ai sensi del Contratto di Compravendita SV35, il prezzo di acquisto della Partecipazione SV35 è stato determinato in misura pari alla differenza tra l'asset value di SV35 (costituito, in trasparenza, dalle azioni SAVE detenute dalle controllate Agorà e MPH, valorizzate al prezzo di Euro 21 per azione ... al netto dell'indebitamento finanziario netto facente capo a queste ultime) e l'indebitamento finanziario netto di SV35, come descritto nella tabella che segue”*, documento di offerta tratto da sito Consob, sezione I.3.

[29] Come è avvenuto, ad esempio, nella vicenda oggetto della Comunicazione Consob DIS/99053857 del 12 luglio 1999.

[30] Così, ad esempio, anche in Francia: *“la valeur des actions Maréane pour cette transaction, a été calculée par transparence, en retenant une valeur de l'action Floréane medical Implants de 30 euro et une estimation des actifs immobiliers établie sur la base d'expertises immobilières”*, AMF Décision 205C1984 del 24 novembre 2005.

[31] Il tema emerge nella Comunicazione Consob DAL/DIS/47478/2000 in cui la Commissione riconosce che presupposto per l'individuazione di un prezzo corrispondente al valore pattuito tra le parti è la possibilità di una sua determinazione obiettiva: *“questa Commissione, con Comunicazione 53857 del 12 luglio 1999, ha chiarito che nel caso in cui il presupposto dell'offerta sia rappresentato da un acquisto indiretto, l'individuazione del prezzo pattuito per le azioni della società quotata dovrebbe fondarsi sul valore attribuito dalle parti alla partecipazione rilevante indirettamente oggetto di trasferimento, purché sia univocamente e obiettivamente determinabile”*.

is no fair value of the Sky shares for an independent expert to determine or give guidance on. The applicable principles of equivalent treatment and shareholder protection in General Principle 1 look to assessing and setting a price by reference to the price paid by Disney for Fox's 39% stake in Sky rather than to questions of fair, true or reasonable value as factors in considering the treatment and protection of shareholders. Those concepts are not express or implied requirements of the relevant provisions of the Code" [32].

Mi chiedo, tuttavia, quali dinamiche si innescherebbero, nel sistema regolatorio italiano, qualora la Consob dovesse dissentire dalla quantificazione del prezzo (implicito) dell'OPA indiretta proposta dall'offerente nell'ambito dell'istruttoria sul documento d'offerta; manca, infatti, una espressa previsione che, in assenza di collusione tra le parti, consenta alla Consob di rettificare il prezzo dell'offerta, "disconoscendo" – nel caso di acquisto della quota di controllo di una *holding* che possieda *asset*, economicamente significativi, diversi dalla sola partecipazione in una quotata – l'imputazione del prezzo complessivo ai singoli cespiti della *holding* per come dichiarato dall'acquirente, qualora ne ravvisi una potenziale non congruità. L'art. 106, 3° comma, lett. d) del TUF ha infatti delegato la Consob «a disciplinare con regolamento le ipotesi in cui l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze: 1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria; 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori; ... 4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione». Compito cui la Consob ha dato seguito con disposizioni regolamentari che, sul piano della definizione delle fattispecie che legittimano l'esercizio del potere di rettifica, poco aggiungono, in realtà, alla norma primaria [33]. Ora, delle



[32] Il riferimento è alla decisione assunta, in Inghilterra, dal *Takeover Appeal Board* nel corso di una complessa contesa di mercato originata dalla progettata acquisizione di Fox da parte di The Walt Disney Company, da cui, se non avesse prevalso una successiva offerta di Comcast, sarebbe scaturito, in applicazione del *chain principle*, un obbligo di offerta su Sky in quanto controllata da Fox. La decisione è disponibile all'indirizzo <http://www.thetakeoverappealboard.org.uk/wp-content/uploads/2018/09/TAB-201804.pdf>.

[33] Cfr. Art. 47-septies (Aumento del prezzo in caso di pattuizioni per l'acquisto di titoli): «1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 1), del Testo unico, ove l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo, abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria. In tal caso, il prezzo dell'offerta è quello pattuito per l'acquisto dei titoli».

Art. 47-octies (Aumento del prezzo in caso di collusione). «1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del Testo unico, qua-

tre ipotesi previste dal legislatore [34], la n. 1), ossia l'aver pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per titoli della medesima categoria, pare innanzi tutto destinata ad applicarsi al caso in cui l'offerente, prima della comunicazione dell'offerta, abbia non solo acquistato titoli ma anche *pattuito di acquistarli*, ad un prezzo per l'appunto più elevato, in un momento successivo [35].

La fattispecie descritta dall'art. 106, 3° comma, lett. d), n. 1 del TUF/art. 47-septies Reg. Emittenti non è peraltro di univoca lettura. Da un lato, infatti, la norma parrebbe fungere da semplice raccordo con la *best price rule* (che impone all'offerente, che abbia acquistato titoli durante il periodo d'offerta o nei sei mesi successivi ad un prezzo superiore a quello dell'offerta, di riconoscere la differenza a tutti gli oblati) [36]. In effetti, poiché la *best price rule* opera nel corso del periodo di offerta e nei sei mesi successivi [37] resterebbe scoperto il caso degli acquisti a prezzo più elevato pattuiti *prima* del periodo di offerta e destinati ad essere eseguiti *solo dopo* la scadenza dell'orizzonte temporale della *best price rule*; detto altrimenti, in assenza della previsione dettata dall'art. 106, 3° comma, lett. d), n. 1 del TUF/art. 47-septies Reg. Emittenti, il prezzo dell'offerta terrebbe conto solo del prezzo «più elevato pagato ... per acquisti» (art. 106, 2° comma, TUF) e non anche di quello eventualmente solo pattuito per acquisti non ancora perfezionati [38].

lora dalla collusione accertata tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori emerga il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente. In tal caso, il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato».

Art. 47-novies (Aumento del prezzo in caso di manipolazione). «1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 4), del Testo unico, ove vi sia il fondato sospetto di manipolazione che abbia comportato una temporanea riduzione dei prezzi di mercato, determinando il prezzo più elevato pagato dall'offerente».

[34] L'analisi che segue è limitata alle ipotesi n. 1 e n. 2 poiché la n. 4, ossia la manipolazione che abbia comportato una temporanea riduzione dei prezzi di mercato (art. 106, 3° comma, lett. d), n. 4 TUF/art. 47-novies Reg. Emittenti), è fattispecie del tutto estranea al problema in esame.

[35] Così MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio* (Torino, 2014), 152: «la Consob può imporre un'opa obbligatoria a un prezzo superiore a quello massimo pagato per la Partecipazione rilevante quando: i) l'offerente si è impegnato ad acquistare titoli ad un prezzo superiore in un momento successivo ...».

[36] Cfr. art. 42, 2° e 3° comma, Reg. Emittenti.

[37] Inteso come intervallo temporale tra la comunicazione dell'obbligo di promuovere l'offerta ex art. 102, 2° comma del TUF e la scadenza del sesto mese successivo alla data di pagamento dell'offerta – cfr. art. 42 Reg. Emittenti. Peraltro, secondo questa lettura della norma, il potere di rettifica del prezzo ex art. 47-septies Reg. Emittenti manterrebbe rilievo anche durante il periodo d'offerta, posto che la *best price rule* si applica in presenza di «acquisto di titoli» o di assunzione di «posizioni lunghe aventi come sottostante i titoli», ma non, ad esempio, nel caso di sottoscrizione di contratti preliminari di compravendita la cui esecuzione dovesse cadere oltre il termine del periodo di offerta.

[38] Osserva CADORIN che: «sotto questo stesso profilo, occorre differenziare la previsione di cui al n.2 della lett. d) dell'art. 106 t.u.f. dall'ipotesi contemplata al precedente n.1. In effetti, la citata disposizione richiama, accanto alla collusione e al fondato sospetto di manipolazione dei prezzi, l'eventualità

Dall'altro lato, più di un commento ha attribuito alla norma, sia pur con diverse sfumature, non già una funzione tecnica di coordinamento con la *best price rule*, ma una finalità anti-elusiva in senso proprio, ossia di correzione del *prezzo apparente* per tener conto del corrispettivo ulteriore *pattuito* tra le parti in un altro segmento dell'operazione la cui esecuzione è rinviata ad un momento futuro [39]. Tut-

che l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria. Al pari della collusione, la pattuizione di cui al n. 1 consiste, infatti, in un accordo ulteriore, concluso a latere del trasferimento azionario, che contribuisce al sorgere dell'obbligo di OPA. Per distinguere tra le due ipotesi è necessario, allora, guardare alla struttura dell'operazione complessivamente realizzata: nel caso di collusione, come detto, da una parte il valore della partecipazione di controllo viene travasata nel diverso affare simultaneamente negoziato dalle parti, i cui effetti si producono immediatamente; la pattuizione di cui al n. 1, invece, ha ad oggetto i medesimi titoli azionari della target, il cui acquisto viene differito a un momento successivo alla chiusura del periodo d'offerta (ad esempio attraverso la conclusione di un contratto preliminare, ovvero l'apposizione di un termine iniziale al contratto già definito), per un prezzo unitario superiore al corrispettivo riconosciuto per l'adesione alla stessa. Poiché, tuttavia, entrambe le operazioni hanno l'effetto di impedire che l'OPA obbligatoria sia promossa al prezzo massimo che l'offerente è disposto a pagare per le azioni della società bersaglio, l'art. 106 t.u.f. le assoggetta alla medesima disciplina (rettifica in aumento del prezzo, previo provvedimento motivato della Consob), "Opa collusiva, poteri della Consob e tutela degli investitori", *Giur. comm.*, 2020, I, 411, nota 63. Peraltro, per quanto l'art. 102, 2° comma del TUF preveda, in effetti, che il prezzo rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria sia quello "pagato" dall'offerente nei 12 mesi precedenti il sorgere dell'obbligo di OPA, sarebbe troppo facile eludere la norma pattuendo il pagamento a termine di un prezzo superiore; non a caso, lo schema di documento d'offerta, alle Sezioni D.2 ed E.1, prevede, rispettivamente, che: «(i) nel caso in cui l'offerente abbia stipulato contratti di riporto, prestito titoli, costituito diritti di usufrutto o di pegno su strumenti finanziari della società emittente, ovvero stipulato ulteriori contratti aventi come sottostante i medesimi strumenti (ad esempio contratti di opzione, future, swap, contratti a termine su detti strumenti finanziari) debbano essere indicati gli elementi essenziali di tali contratti; (ii) l'offerente debba specificare se, nell'ambito dell'operazione esistano ulteriori accordi o siano stati pattuiti corrispettivi ulteriori anche in natura, precisando, in caso di sussistenza, se essi assumono rilevanza ai fini della determinazione del prezzo di offerta». Pertanto, scopo primario dell'art. 47-septies Reg. Emittenti sembra quello di consentire alla Consob di rettificare il prezzo dell'OPA in funzione di acquisti pattuiti e non ancora eseguiti sia nel caso in cui l'offerente ne dia disclosure nell'ambito dell'istruttoria sul documento d'offerta sia nel caso in cui la loro esistenza fosse occultata e venisse successivamente scoperta.

[39] Così MOSCA, *Azione di concerto e OPA obbligatoria* (Milano, 2013), 71: "ciò che viene in rilievo, in tal caso, non è l'aver effettuato acquisti ad un prezzo più elevato di quello offerto, ma aver pattuito (anche se non ancora eseguito) un corrispettivo complessivamente più alto (art. 47 septies reg. em.). La norma è volta ad evitare che taluni soggetti vengano trattati in modo preferenziale accordandosi per un prezzo più alto di quello offerto, cercando di aggirare la *best price rule*". La natura anti elusiva mi pare condivisa anche da LENER, quando osserva che sebbene la norma non dica con chi sia stato pattuito il prezzo più elevato di quello in precedenza pagato, il riferimento è necessariamente a chi abbia anche effettivamente venduto titoli ("quando offerente o concertanti abbiano pattuito (non si dice con chi: ma evidentemente con i venditori) un prezzo più elevato di quello in precedenza pagato"), *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. STELLA RICHTER (Torino, 2011), 173). Analogamente, DE BIASI: "... si deve necessariamente ritenere che il potere della Consob nel caso di acquisto di titoli (art. 47 septies Regolamento Emittenti) sia quello di ricostruire la realtà dei fatti, esercizio relativamente semplice chiedendo le operazioni tra il primo venditore e l'offerente alla clearing house e poi agli intermediari", "Ret-

tavia, quale che sia l'interpretazione che si voglia preferire (e anche quando si ritenga, come personalmente credo, che entrambe le letture ben possano coesistere [40]), resta il fatto che la norma non attribuisce alla Consob il potere di sindacare l'allocazione del prezzo, tra i vari *asset* della *holding*, dichiarata dall'offerente, salvo che si rientri nell'ipotesi, n. 2, della collusione e sia dunque possibile dimostrare l'esistenza di uno schema negoziale, anche tacito, tra offerente e venditore finalizzato a "spostare" parte del corrispettivo dalla partecipazione nella quotata agli altri *asset* della *holding*.

È talora plausibile che venditore e offerente possano rinvenire una reciproca convenienza nell'imputare ad altri cespiti della *holding* una parte del prezzo in realtà riferibile alla partecipazione nella quotata, perché l'offerente, riducendo così il costo dell'offerta obbligatoria di acquisto, potrebbe rendersi disponibile a condividere una quota del risparmio con il venditore (sempre, ovviamente, nella forma della sopravvalutazione degli altri *asset* della *holding*). Ma perché possa invocarsi l'applicazione del potere di rettifica *ex artt.* 106, 3° comma, lett. d), n.2 del TUF e 47-*octies* del Reg. Emittenti è necessario che «dalla collusione accertata tra l'offerente ... e uno o più dei venditori emerga il riconoscimento di un corrispettivo

tifica del prezzo d'OPA e poteri della Consob: il TAR rinvia alla Corte di giustizia", *Riv. della Regolazione dei Mercati*, 1/2017, 3; la "realtà dei fatti" mi pare tuttavia non sempre agevole da ricostruire, posto che se la volontà è quella di occultare il maggior prezzo, è assai probabile che l'operazione sia conclusa *over the counter* con regolazione successiva alla chiusura della finestra temporale della *best price rule*. Sempre in chiave anti-elusiva anche l'unico precedente Consob che abbia affrontato, sia pur incidentalmente, il tema; si tratta di un caso che presentava due operazioni con "profili di interdipendenza", sicché "ove da tali operazioni emergessero eventuali ulteriori componenti remunerative, sia pur indirettamente, del trasferimento [della partecipazione], ciò avrebbe evidentemente delle ricadute sul presupposto" adottato dall'offerente per chiedere conferma che il prezzo d'OPA dovesse essere esclusivamente quello indicato per il trasferimento della partecipazione; e pertanto in tal caso "potrebbe emergere un diverso corrispettivo pattuito ai sensi ... dell'art. 47-septies del Regolamento Emittenti, nonché profili collusivi, ai sensi ... dell'art. 47-octies del Regolamento Emittenti" (cfr. Comunicazione Consob del 24 febbraio 2012, n. 12014102). In quel caso tuttavia, come risulta da due successive comunicazioni della Consob, venne, in realtà, esclusa l'esistenza di comportamenti collusivi, e le parti dell'operazione prestarono spontanea adesione alla ri-determinazione in rialzo del prezzo richiesta dalla Consob (collocandosi nella parte mediana del *range* di valore identificato dall'autorità), senza che le comunicazioni abbiano chiarito quale fosse, esattamente, la fonte legale della rideterminazione (cfr. Comunicazioni Consob n. 12027130 del 4 aprile 2012 e Dcg/DIE/12036271 del 3 maggio 2012).

[40] Anche se una lettura dell'art. 47-septies Reg. Emittenti in chiave anti elusiva appiattisce le due ipotesi del "prezzo pattuito più elevato di quello pagato" (di cui per l'appunto all'art. 47-septies) e dell'accordo collusivo tra acquirente e venditore (di cui invece all'art. 47-octies) sostanzialmente in un'unica fattispecie: "invero le circostanze contemplate dall'art. 106, comma 3, lett d), possono essere ricondotte in due classi distinte, nella prima delle quali rientrano quelle in cui il prezzo effettivamente pagato risulta più alto del prezzo che appare e viene tenuto nascosto dalle parti. In questo caso, il prezzo dell'offerta dovrà corrispondere al prezzo che era stato tenuto nascosto, ciò che accade ad esempio nell'ipotesi in cui vi siano stati dei contratti collaterali al contratto di compravendita", così, RONDINELLI, "La disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, sub art. 106", *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 137.

più elevato di quello dichiarato dall'offerente». Ora, il confine tra comportamenti volutamente collusivi e tacita convenienza è spesso sottile e la Consob aveva per questa ragione privilegiato un'interpretazione oggettiva della fattispecie, ritenendola integrata laddove il comportamento delle parti fosse obiettivamente idoneo a realizzare l'elusione. Tuttavia, il Consiglio di Stato, decidendo, a chiusura di una complessa vicenda di impugnazione della rideterminazione del prezzo da parte della Consob, ha abbracciato una differente visione, ritenendo che l'elemento volitivo alla base della collusione debba essere inteso come dolo specifico (ossia come volontà di eludere l'applicazione sulla regola del prezzo), debba sussistere in capo a tutte le parti dell'accordo collusivo e se ne debba fornire la prova [41].

Parrebbe dunque preclusa alla Consob la possibilità di rettificare il prezzo dichiarato dall'offerente della *holding* qualora il ricorso a metodi valutativi di generale accettazione ingeneri dubbi sulla corretta allocazione del prezzo tra i vari *asset*, ma manchi nondimeno una prova, eventualmente anche su base presuntiva, della concorde volontà delle parti di eludere la normativa OPA; non basta, dunque, che il venditore possa essere consapevole della scelta opportunistica dell'offerente, ma è necessario che alla consapevolezza si accompagni la sua adesione ad uno schema negoziale elusivo.

4. (Segue): le peculiarità dell'art. 45 Reg. Emittenti

Si impongono, a questo punto, alcune riflessioni sulla costruzione normativa dell'OPA indiretta, che si differenzia dalla matrice generale dell'art. 106 del TUF sotto un duplice profilo.

In primo luogo, *perché nel contesto di un'unica disposizione* – l'art. 45, 1° comma del Reg. Emittenti – si impone l'obbligo di OPA a chi acquisti la partecipazione rilevante *individualmente o di concerto con altri*, laddove, nello schema del TUF, acquisto individuale e concerto sono invece regolati da distinte previsioni (art. 106: «*chiunque, a seguito di acquisti ..., venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ... promuove un'offerta pubblica di acquisto ...*»; art. 109: «*sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le*

[41] Cons. Stato, Sez. VI, 9 novembre 2018, n. 06330/2018. Sulla complessa vicenda oggetto della decisione e a suo commento, vedi sempre sulla *Riv. della Regolazione dei Mercati*: DEL GATTO, "Il potere di rideterminazione del prezzo da parte della Consob in caso di collusione e il problema della certezza del diritto in caso di provvedimenti delle autorità indipendenti" (2/2018); ABU AWWAD, "Collusione e rettifica del prezzo nell'OPA obbligatoria" (1/2019); PALLADINO, "La finalità elusiva delle regole dell'OPA obbligatoria quale linea di demarcazione tra accordo lecito e fattispecie collusiva" (1/2019); e, sempre nella medesima vicenda ma in una tappa ancora intermedia, DE BIASI, (*supra*, n. 39).

persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli ...»). Le ragioni della bipartizione della norma primaria sono esclusivamente storiche: la suddivisione del meccanismo base dell'OPA (individuale e collettivo) in due separate norme del TUF è infatti la conseguenza dell'originaria impostazione del legislatore che a quell'epoca scelse di non dettare una definizione generale di concerto (a differenza della regolamentazione inglese o francese), ma di limitarsi ad un'elencazione tassativa di (quattro categorie di) soggetti solidalmente tenuti all'obbligo di offerta in caso di acquisti, compiuti da anche uno solo di essi, che, sommati alle azioni possedute dagli altri, determinassero un superamento (collettivo) della soglia OPA [42]. Per la principale categoria presuntiva (*gli aderenti ad un patto parasociale*) l'originario art. 109, 2° comma del TUF prevedeva inoltre che *«l'obbligo di offerta pubblica sussiste in capo [agli aderenti ad un patto parasociale] anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa»*.

La norma sul concerto aveva dunque una funzione in parte definitoria e in parte dispositiva: da un lato, infatti, dettava l'elenco tassativo dei casi di concerto e, dall'altro lato, prevedeva l'obbligo di offerta in capo a chi rientrasse in una delle quattro categorie, precisando, nel contempo, che per gli aderenti ad un patto parasociale si dovevano considerare anche gli acquisti effettuati nei dodici mesi precedenti la sottoscrizione del patto. Questa impostazione è stata conservata anche quando il legislatore, dando attuazione alla Direttiva OPA, ha introdotto nel TUF una definizione generale di "persone che agiscono di concerto" (art. 101-bis, 4° comma), privando, a quel punto, l'art. 109 della funzione definitoria, ma non di quella precettiva. Anche oggi, infatti, l'obbligo di OPA per i concertisti discende sempre dall'art. 109, 1° comma del TUF: *«sono solidalmente tenute [all'obbligo di OPA] le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi una partecipazione complessivamente [oltre soglia]»*; egualmente, al 2° comma permane l'esclusione dell'obbligo di OPA, in caso di concerto pattizio, quando tra acquisto e sottoscrizione del (o adesione al) patto parasociale siano decorsi più di dodici mesi. Tutt'ora,

[42] Il testo dell'art. 109 vigente all'emanazione del TUF così recitava: «1. Sono solidamente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108, quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli: a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto all'articolo 122; b) un soggetto e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori o direttori generali. 2. L'obbligo di offerta pubblica sussiste in capo ai soggetti indicati nel comma 1, lettera a), anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa».

dunque, il TUF non utilizza una formula sintetica di obbligo d'OPA a carico di chi, individualmente o di concerto con altri, superi la soglia rilevante, ma scinde le due fattispecie negli artt. 106 (obbligo individuale) e 109 TUF (obbligo di concerto).

Fa eccezione a questo schema l'art. 45 Reg. Emittenti che, come detto, concentra in un'unica previsione obbligo individuale e di concerto. Ciò non significa, tuttavia, che il mancato richiamo dell'art. 109 del TUF nel contesto dell'art. 45 del Reg. Emittenti sia volto a disegnare una differente disciplina del concerto ai fini dell'OPA indiretta; non c'è infatti ragione per cui la scansione temporale prevista dal 2° comma dell'art. 109 del TUF, che esclude dalla nozione del concerto la sottoscrizione di patti parasociali che sia intervenuta *dopo* il decorso di dodici mesi dall'acquisto che risulterebbe altrimenti rilevante ai fini OPA, non debba trovare applicazione anche nel caso di un patto parasociale tra i soci della *holding* non quotata. Da un lato, infatti, il 2° comma dell'art. 109 del TUF prevede che non sussiste obbligo di OPA «*quando la detenzione di una partecipazione complessiva [oltre soglia] costituisce effetto di un patto ... di cui all'articolo 122, salvo che gli aderenti siano addivenuti a detenere una partecipazione complessiva superiore alle predette percentuali nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto*»; dall'altro lato, l'art. 122 ricomprende espressamente, nel proprio ambito di applicazione, anche i patti parasociali tra i soci della controllante di una società quotata. E per quanto l'art. 45 del Reg. Emittenti non faccia espresso richiamo dell'art. 109 del TUF, una lettura coordinata del quadro normativo supplisce al mancato rinvio, atteso che l'art. 109 TUF fa riferimento a chi sia tenuto agli obblighi previsti dall'art. 106 TUF, ossia dalla norma primaria all'interno della quale si colloca anche l'OPA indiretta; l'art. 45 Reg. Emittenti trae infatti la propria legittimazione dalla delega che Consob ha ricevuto dal legislatore proprio ai sensi del 3° comma, lett. a) dell'art. 106 TUF.

Le regole sul rilievo dei patti parasociali ai fini OPA restano pertanto uniformi, a prescindere che si tratti di OPA diretta o indiretta (fermo restando che nell'OPA indiretta il contenuto dell'art. 109 del TUF rileva ai soli fini del 2° e 3° comma [43], essendo il 1° comma già strutturalmente assorbito nel testo dell'art. 45 Reg. Emittenti). Piuttosto, ciò di cui bisogna tener conto, nel caso dell'OPA indiretta, è che l'esistenza di un veicolo societario non quotato consente di trasporre a livello statutario regole di *governance* e di circolazione delle azioni che altrimenti potreb-

[43] Secondo cui «[ai fini dell'obbligo solidale di OPA] le fattispecie di cui all'articolo 101bis, comma quattro, [ossia le categorie di persone che agiscono di concerto per definizione generale o presunzione legale] assumono rilievo anche congiuntamente, limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni».

bero essere solo pattizie [44], sicché la valutazione del concerto sulla *holding* richiede un'analisi delle regole statutarie non meno che degli accordi parasociali [45].

Credo, dunque, che, nel contesto dell'OPA indiretta, debba essere rivisitato l'orientamento [46] secondo cui per le fattispecie di concerto *diverse da quelle discendenti da un patto parasociale* l'obbligo di OPA scatta solo quando il superamento della soglia avvenga per effetto di acquisti perfezionati nel contesto dell'azione concertata (mentre in presenza di patti parasociali rileva, *ex art.* 109, 2° comma, del TUF, la combinazione, anche diluita nel tempo, di acquisti e sottoscrizione del patto se i due momenti non sono distanziati sul piano temporale di oltre dodici mesi). L'eventuale introduzione, in seno alla *holding*, di clausole statutarie che incidano sulla *governance* o sugli assetti proprietari andrà pertanto valutata alla stregua della sottoscrizione di un patto parasociale, con la conseguenza che qualora le modifiche statutarie intervengano prima del decorso di dodici mesi dall'ingresso di un nuovo socio nel capitale della *holding* se ne dovrà valutare l'impatto ai fini OPA.

5. Il requisito del controllo

Il secondo profilo di peculiarità dell'OPA indiretta rispetto al paradigma generale disegnato dagli artt. 106 e 109 del TUF ha natura strutturale. Mentre infatti l'ob-



[44] Il controllo di una quotata incardinato sulla partecipazione ad un veicolo societario comune è intrinsecamente più forte e stabile del controllo realizzato tramite un patto parasociale; non solo per l'orizzonte temporale che non soggiace al limite triennale di durata dei patti parasociali *ex art.* 123 del TUF, ma anche per la "realità" dei meccanismi di *governance* che possono essere attuati per via statutaria, – cfr. Comunicazione Consob DEM/80934480 del 9 ottobre 2008, su cui, diffusamente, LUCANTONI, *Il voto assembleare: dall'organizzazione al mercato* (Torino, 2012), 218. In tema, vedi anche ABU AWWAD, "Abuso delle categorie di azioni e patti parasociali", *Riv. soc.*, 2016, 1070 ss., che nota, tra l'altro, come "la dottrina ha da tempo rilevato come gli interessi perseguiti attraverso il ricorso a patti parasociali possano essere soddisfatti anche con un consapevole utilizzo della facoltà di creare categorie di azioni, trattandosi di una tecnica per elevare al "rango" sociale il patto parasociale: tecnica che consentirebbe di superare i limiti di durata imposti dalla disciplina del parasociale".

[45] Come rilevato nella Comunicazione Consob DCG/0013637 del 24 febbraio 2015, ove si legge che: "vi sono diverse relazioni che inducono a far pensare all'esistenza [tra le parti] di un concerto ... Tali elementi sono principalmente: – l'esistenza nello Statuto vigente di *Finsoe* di disposizioni, assimilabili a quelle solitamente previste a livello parasociale, atte ad evitare alterazioni nell'azionariato della *holding* (clausole di gradimento e prelazione), ad ampliare l'ingerenza decisionale e, contemporaneamente, impedire la formazione di cosiddette *shifting majorities* idonee ad ostacolare le decisioni più rilevanti di competenza assembleare (quorum rafforzato al 60%) ...".

[46] Diffusamente sul punto, tra gli altri, MUCCIARELLI, (*supra* n. 25), 1100; BRUNETTA, *La disciplina dell'offerta pubblica di acquisto*, *Commentario* a cura di PEDERZINI, *sub* 109, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 230 et *passim*; MOSCA (*supra*, n. 39), 161 et *passim*.

bligo di offerta in caso di acquisto diretto di azioni in una società quotata scatta al superamento di una soglia predeterminata per legge [47], cui è concettualmente collegata una presunzione di acquisto del controllo [48], nel regime dell'OPA indi-



[47] Se la versione originaria del TUF legittimava l'utilizzo del termine soglia al singolare, le modifiche apportate all'art. 106 TUF dal d.l. 24 giugno 2014 n. 91 (conv. con modif. dalla legge 11 agosto 2014, n. 116) ne impongono ora una declinazione al plurale; il legislatore del 2014 ha infatti introdotto nel TUF un meccanismo a soglie differenziate in funzione delle caratteristiche dimensionali delle società emittenti. A fianco della soglia del 30% che ha svolto la funzione di soglia unica dalla promulgazione del TUF sino al 2014, l'art. 106 TUF distingue ora tre ipotesi: (a) soglia generale del 30% (art. 106, 1° comma); (b) soglia del 25% per le società diverse dalle PMI (come definite all'art. 1, 1° comma, lett. w-quater del TUF) in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata (art. 106, comma 1-bis); e (c) soglia non inferiore al 25% e non superiore al 40% per le PMI che intendano derogare statutariamente, entro i suddetti limiti, alla soglia generale del 30% (art. 106, comma 1-ter) (diffusamente in argomento, MOSCA, "La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA", *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 863 ss.). A differenza del regolatore inglese che ha nel tempo mantenuto costante la soglia unica del 30% pur a fronte di periodici dibattiti sull'opportunità di una sua riduzione (cfr. ADAMS/WHITELOCK, in AAVV, *A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers* (Londra 2017/2018), 176-177), il legislatore italiano, intervenendo anche sull'onda delle polemiche insorte per l'ennesimo passaggio del controllo su Telecom Italia al di fuori di un quadro d'OPA (cfr. MUCCIARELLI (*supra*, n. 35), 141, nota 33), ha effettivamente ridotto la soglia OPA nel tentativo di rendere più instabile la posizione di chi volesse acquisire ed esercitare il controllo ponendosi appena al di sotto della soglia OPA; è infatti evidente che, riducendo dal 30% al 25% la partecipazione liberamente acquisibile senza obbligo di offerta, il dominio di chi fosse prossimo alla (ma sotto la) soglia OPA sarebbe maggiormente a rischio di "ribaltoni assembleari" (come peraltro le recenti vicende assembleari proprio di Telecom Italia nel 2018 sembrano dimostrare). Per altro verso, il legislatore, attribuendo alle PMI la facoltà di stabilire statutariamente la propria soglia OPA nell'intervallo compreso tra un minimo del 25% e un massimo del 40%, ha inteso incentivare i processi di quotazione delle PMI, alleviando gli oneri della disciplina dell'OPA obbligatoria che sono tradizionalmente (anche se non so quanto fondatamente) visti come uno degli ostacoli alla decisione degli imprenditori di quotare la propria società (cfr. MOSCA, *op. cit.* in questa nota, 890); sull'effettiva utilità della determinazione statutaria della soglia OPA non sono tuttavia mancate considerazioni critiche (cfr., ad esempio, BRAGANTINI, "Chi investe nelle Pmi se l'Opa è 'à la carte'?", *lavorce.info*, 24 ottobre 2014).

[48] In questo senso, TOLA, che osserva come il combinato disposto Consob dell'art. 106, 5° comma del TUF e dell'art. 49, 1° comma del Reg. Emittenti confermi "il carattere presuntivo della soglia rilevante ai fini dell'opa obbligatoria, sottolineandone l'inidoneità a consentire l'esercizio del controllo ogniquale volta il relativo potere risulti ancorato a percentuali maggiori del capitale. In presenza di un soggetto che abbia una disponibilità di titoli tale da garantire il dominio dell'assemblea, acquisizioni che in astratto imporrebbero la presentazione di un'offerta generalizzata vengono private in concreto di ogni rilievo. È evidente, infatti, che la loro realizzazione non sarebbe di per sé in grado di determinare il mutamento del gruppo di controllo e di influire, anche in minima parte, sulla sua composizione. Ai fini dell'operatività dell'esenzione presupposta l'altrui disponibilità di controllo di diritto, ai sensi dell'art. 2359, c. 1 n. 1 c.c. Ciò significa che al momento dell'acquisizione in astratto rilevante, la società non deve essere scalabile in quanto il pacchetto di maggioranza può trasferirsi solo per volontà del suo titolare", in *OPA e tutela delle minoranze* (Napoli, 2008), 186. Simili anche le considerazioni di COSTI che, nel sottolineare come il legislatore abbia imposto l'obbligo di offerta a chi supera la soglia partecipativa prevista per legge nel probabile convincimento che quest'ultima coincida con il controllo, nota corret-

retta occorre che vi sia *un effettivo acquisto del controllo* sulla *holding*. Diversamente, la partecipazione indiretta nella quotata non potrebbe essere soggettivamente riferibile a chi, pur partecipando al capitale della *holding*, non possa controllarla, da solo o insieme ad altri.

Ora, nel caso di acquisto individuale dell'intero capitale della *holding* o comunque di una quota superiore al 50%, il trasferimento del controllo all'acquirente – e dunque la riferibilità della partecipazione oltre soglia nella quotata – è *in re ipsa*, ma nelle situazioni in cui, invece, il “nuovo entrante” acquisti una partecipazione di minoranza, assistita da patti parasociali cui pure l'ordinamento ricollega una presunzione assoluta di concerto, le conseguenze variano, in realtà, a seconda che il nuovo socio partecipi o meno al controllo sulla *holding*. L'obbligo di offerta ex art. 45 Reg. Emittenti, infatti, scatta solo allorquando l'acquisto “*consenta di detenere il controllo*” sulla *holding*. È già la lettera della norma, dunque, che impone di distinguere tra patti parasociali in forza dei quali più soggetti esercitano un effettivo controllo (congiunto) sulla *holding* (e, a cascata, sulla quotata) e patti parasociali che sono invece irrilevanti in quanto *non depotenziano la posizione di controllo individuale* di chi detenga la maggioranza della *holding*; solo nel primo caso, infatti, si verifica la condizione da cui discende l'obbligo di offerta, ossia un acquisto che “*consenta di detenere il controllo*”. La posizione di chi abbia acquistato una quota di minoranza della *holding* e abbia contestualmente sottoscritto un patto parasociale rileva pertanto ai fini OPA, per come è formulato l'art. 45 Reg. Emittenti, *solo se* l'operazione, considerata nel suo complesso, abbia comportato un mutamento nell'assetto del controllo, *consentendo al nuovo socio di parteciparvi*. La differenza rispetto al tenore letterale della regola del concerto in caso di acquisto diretto di una partecipazione nella quotata è evidente: da un lato, ex art. 109 del TUF «*sono solidalmente tenute [all'obbligo di OPA] le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi una partecipazione complessivamente [oltre soglia]*»; dall'altro, ex art. 45 Reg. Emittenti, l'obbligo di OPA presuppone «*l'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consenta di detenere il controllo di una [holding titolare di una quota oltre soglia in una quotata]*».

Detto altrimenti, la regola dell'art. 45 Reg. Emittenti è teleologicamente orientata, in quanto subordina l'obbligo di offerta all'idoneità dell'acquisto ad incidere sull'assetto di controllo, legittimando dunque, già sul piano letterale, due distinte fattispecie applicative. Ben diversa, infatti, è l'ipotesi in cui l'originario socio di controllo ceda integralmente la propria quota ad un nuovo azionista (o gruppo di azio-

tamente come tale soluzione presenti il rischio che partecipazioni di effettivo controllo si collochino al di sotto di tale soglia, con conseguente possibile mutamento del controllo senza OPA [in *Il Mercato mobiliare* (Torino, 2018), 94]; così anche MOSCA, *Azione di concerto e OPA obbligatoria* (supra, n. 39), 22 e LAMANDINI, “Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA”, in *Governo Societario, Azioni a voto multiplo e Maggiorazione del voto*, a cura di TOMBARI (Torino, 2016), 127 (“il superamento della soglia del 30% assurge legislativamente a proxy [dell'acquisto del controllo]”).

nisti) rispetto al caso in cui, invece, nuovi soggetti si affianchino al socio di controllo senza sostituirlo nella sua posizione di controllante. Nella prima ipotesi, l'obbligo di OPA sarebbe ovviamente ineludibile, a prescindere dal fatto che la quota di maggioranza della *holding* venga acquisita individualmente da un nuovo soggetto o collettivamente da più soggetti. Tenuto conto della presunzione assoluta di concerto *ex art. 101-bis, comma 4-bis, lett. a)* [49], mi pare, infatti, che quando più soggetti, di concerto tra loro in quanto aderenti ad un patto parasociale, *si sostituiscano a chi deteneva il controllo* sulla *holding* non sia possibile differenziare le singole posizioni soggettive, distinguendo, all'interno del gruppo, tra chi sia effettivamente titolare del controllo e chi invece metta la propria partecipazione a servizio del controllo altrui [50]. Ed anzi, proprio perché la presunzione di concerto per gli aderenti ad un patto parasociale è assoluta, l'obbligo di offerta sussisterebbe comunque anche nel caso in cui nessuno dei soggetti che, agendo di concerto, abbiano acquistato la totalità (o anche solo la maggioranza) del capitale della *holding*, abbia effettivamente acquisito, da solo o congiuntamente con altri, il controllo (effettivo) della *holding* (inteso come influenza dominante o determinante) [51].

Quando invece, in presenza di uno o più soci che già abbiano il controllo totalitario o maggioritario della *holding*, un nuovo soggetto *si affianchi al gruppo di controllo* senza tuttavia incidere sugli equilibri preesistenti, riterrei che la dizione dell'art. 45 Reg. Emittenti consenta di rinvenire, *in diritto positivo*, una limitazione espressa alla presunzione assoluta del concerto pattizio, posto che la norma obbliga l'acquirente all'OPA solo quando l'acquisto, anche di concerto, gli consenta di detenere il controllo della *holding*. Ed evidentemente se, post acquisto e sottoscrizione del patto parasociale con l'originario controllante, l'assetto di controllo non muta, non può certo dirsi che l'acquisto abbia consentito all'acquirente di detenere il controllo della *holding* (né individualmente né di concerto con altri, che, essendone *ex ante* titolari, non lo hanno condiviso *ex post* con il nuovo entrante). Mi sembra dunque che nel testo dell'art. 45 Reg. Emittenti sia normativamente sancito proprio il principio su cui si fonda l'interpretazione correttiva della Consob che, contestualizzando la portata di una presunzione assoluta altrimenti "debordante", esclude

[49] Come è noto, «sono in ogni caso persone che agiscono di concerto ... gli aderenti ad un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d)».

[50] Cfr. Comunicazione Consob DEM/1085144 del 13 novembre 2001. Tornerò sul punto nel successivo § 4.

[51] Così ROSA, *Patti Parasociali e gestione delle banche* (Milano, 2010), 66: «la circostanza che il combinato disposto degli artt. 101bis e 109 Tuif comprenda, tra gli acquisti di concerto, anche quelli posti in essere dagli aderenti ad un patto parasociale (e che, in tali casi, venga a configurarsi l'obbligo solidale di o.p.a.), sembra dirci che il legislatore, ai fini dell'acquisto del controllo societario, ha reputato rilevanti le convenzioni che coalizzano, complessivamente, le soglie significativamente individuate dalla normativa; ancorché nessuno dei paciscenti rivesta, da solo, la qualità di controllante».

l'obbligo di OPA in presenza di modeste variazioni ad un preesistente assetto di controllo [52]. Peraltro, come si vedrà nei paragrafi che seguono, la prassi applicativa desumibile dalle comunicazioni Consob sembra delineare una scala valoriale in cui specifiche pattuizioni parasociali, in quanto manifestamente suscettibili di incidere direttamente sul controllo dell'emittente, *pesano più di altre* nella ponderazione degli elementi che portano al giudizio di neutralità o meno ai fini OPA.

Il dogma della presunzione assoluta del concerto pattizio (*ex art. 101-bis, comma 4-bis, lett a)*) escluderebbe, per il vero, la possibilità di operare ogni distinzione all'interno della categoria del "parasociale", posto che il meccanismo presuntivo *iuris et de iure* opera ogniqualvolta ricorra una qualsiasi tra le *specie parasociali* ricomprese nel vasto elenco dettato dall'art. 122 del TUF [53]. Tuttavia, mi pare inevitabile che, in un percorso ermeneutico incentrato sulla valutazione dell'intensità nella variazione dell'assetto di controllo, *le pattuizioni parasociali che incidono direttamente sulla governance* rivestano il ruolo centrale nell'analisi, restando

[52] A partire dalla già citata Comunicazione Consob DIS/99061705 del 13 ottobre 1999: "sarebbe non solo privo di qualsiasi fondamento logico, ma anche palesemente contrario alla ragion d'essere della normativa italiana in tema di offerte pubbliche obbligatorie d'acquisto, nonché privo di ogni riscontro nel panorama internazionale, l'ipotizzare che anche variazioni minime nella composizione soggettiva di un patto parasociale, tali da non incidere sugli assetti proprietari di quest'ultima, facciano sorgere un obbligo di offerta totalitaria solidalmente in capo a tutti gli aderenti, ivi compresi quelli che già prima ed indipendentemente da tali variazioni detenevano una partecipazione rilevante nella società tramite un patto rimasto per il resto assolutamente immutato"; mentre l'obbligo di offerta sarebbe ineludibile "qualora i mutamenti determinino una vera e propria novazione o comunque implicino una significativa modificazione delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno". Orientamento di cui, peraltro, la Commissione ha fatto espressa applicazione anche in ipotesi di OPA indiretta: "alla luce degli orientamenti della Commissione in materia di patti parasociali e dell'analisi delle pattuizioni dell'accordo tra Gowan e Piemme, si ritiene che la conclusione del suddetto patto: i) non sia idonea di per sé a configurare un'ipotesi di controllo congiunto sulla Newco; ii) non incida sugli assetti di controllo di Isagro e pertanto, non possa comportare un obbligo di offerta pubblica. Secondo quanto considerato con riferimento alla fattispecie concreta, come descritta nel quesito e nella documentazione ad esso relativa, non si ritiene pertanto applicabile la disciplina dell'Opa obbligatoria per le seguenti ragioni: Piemme continua a detenere, indirettamente tramite Newco, il controllo di diritto su Isagro e, pertanto, non modificandosi l'assetto di controllo, non sorge il presupposto principale dell'Opa obbligatoria, ovvero l'esigenza di tutelare gli azionisti di minoranza che subiscono una modifica sostanziale nel controllo della società. Ciò in quanto Piemme continuerà a detenere la maggioranza assoluta del capitale di Newco e il patto parasociale fra Gowan e Piemme non contiene disposizioni atte a depotenziare tale controllo di diritto detenuto da Piemme sulla Newco e, conseguentemente, su Isagro", Comunicazione Consob DCG/0079962 del 9 ottobre 2013.

[53] Rientrano nell'ambito di applicazione dell'art. 122 del TUF: (1) gli accordi di voto (peraltro senza distinguere tra voto in sede ordinaria o straordinaria; cfr. art. 122, 1° comma, TUF); (2) gli accordi di consultazione obbligatoria per l'esercizio del voto (di nuovo, a prescindere dalla tipologia di assemblea) (art. 122, 5° comma, lett. a), TUF); (3) gli accordi che pongono limiti alla circolazione dei titoli (art. 122, 5° comma, lett. b), TUF); (4) gli accordi che prevedono l'acquisto dei titoli (art. 122, 5° comma, lett. c), TUF); e (5) gli accordi aventi per oggetto o per effetto l'esercizio di una influenza dominante sull'emittente (art. 122, 5° comma, lett. d), TUF).

invece sullo sfondo (come si vedrà, non senza qualche eccezione) le disposizioni pattizie che attengono alla *circolazione delle partecipazioni sindacate*.

Si completa così un sistema interpretativo che, focalizzandosi su alcune specifiche clausole parasociali e relegandone altre nelle retrovie, comprime ulteriormente la portata effettiva della presunzione assoluta di concerto pattizio, con un percorso logico che, non casualmente, interseca i paradigmi dettati dalle normative, generali e settoriali, che disciplinano organicamente il fenomeno del controllo congiunto (prima tra tutte quella anti trust cui si deve, soprattutto a livello europeo, la codificazione di specifiche linee guida applicative) [54].

6. Il concerto nell'OPA indiretta: frammenti di controllo congiunto nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto

Concerto e controllo congiunto restano ovviamente concetti distinti e autonomi anche nel contesto della disciplina OPA. Tuttavia, i punti di contatto – e sin anche di osmosi – tra le due nozioni sono innegabili, non foss'altro per il fatto che concerto e controllo congiunto “fotografano”, sia pur per differenti finalità e con un diverso perimetro applicativo, situazioni accomunate dalla condivisione del controllo societario tra più soggetti.

Volendo sintetizzare, tutte le ipotesi di controllo congiunto rappresentano di regola altrettante ipotesi di concerto, mentre non vale l'inverso [55]. Infatti, l'azione di concerto, per quanto si fondi sulla co-operazione tra più soggetti, non implica necessariamente una situazione di controllo congiunto tra i concertisti, ben potendo tradursi, ad esempio, in un controllo solitario in capo ad uno dei concertisti che si avvalga dell'altrui partecipazione per acquisire una posizione di influenza dominante o per mantenere o rafforzare il proprio pre-esistente controllo [56] (o, al limite, anche nell'assenza di un controllo individuale o congiunto in senso proprio, come avviene nei casi in cui all'interno della coalizione dei concertisti non possa dirsi sussistere, secondo i canoni tradizionali, né una potere individuale di influenza dominante né, per la possibilità di plurime alleanze variabili all'interno del gruppo, una posizione di influenza deter-

[54] Sui limiti della presunzione assoluta di concerto (nel sistema italiano dell'OPA) desumibili in via interpretativa, cfr. TRISCORNIA, “OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?”, *Giur. comm.*, 2019, I, 483 ss.

[55] Riprendo qui, *mutatis mutandis*, la locuzione proposta da NOTARI per descrivere il rapporto di “continenza monodirezionale” del controllo di un'impresa ex art. 7 della legge 10 ottobre n. 287 rispetto al più ristretto perimetro applicativo del controllo ex art. 2359 c.c., *La nozione di controllo nella disciplina antitrust* (Milano, 1996), 302.

[56] In questi termini, vedi MOSCA (*supra*, n. 39), 35, nota 68.

minante condivisa tra tutti i concertisti o alcuni di essi [57]).

Ora, mentre il superamento individuale della soglia OPA è (almeno in astratto) un fatto certo e incontrovertibile, lo snodo critico del concerto consiste proprio nella difficoltà di accertare, volta a volta, se singoli acquisti permangano di esclusiva imputazione individuale o se invece debbano essere aggregati con quelli di altri, con conseguente superamento collettivo della soglia, per la presenza di un particolare “*legame associativo*” tra chi li abbia compiuti.

Il tema del controllo è dunque centrale nella *definizione generale di concerto* dettata dall’art. 101-*bis*, 4° comma del TUF [58], perché il *collante* necessario affinché si possa parlare di azione di concerto tra più soggetti coincide, per l’appunto, con il comune intento di «*acquisire, mantenere o rafforzare il controllo*» su di un emittente. Quando tuttavia si scomponga la sequenza normativa del concerto per isolarne i singoli elementi costitutivi, l’*aporia del controllo* diviene evidente. Da un lato, infatti, l’orientamento a tutt’oggi prevalente tende a negare ogni rilievo alla *dimensione collettiva* nella tassonomia del controllo dettata dall’art. 93 del TUF [59]. Dall’altro lato, non sono infrequenti, nel TUF e nel Reg. Emittenti, le dispo-

[57] Osserva MOSCA che “i patti parasociali ... interessano il presupposto dell’opa obbligatoria a prescindere dalla circostanza che ci si trovi ... in presenza di sindacati di controllo o di una forma di controllo di sindacato. Nel primo caso, il patto riunisce un insieme di soggetti (titolari) di partecipazioni il cui peso specifico complessivo ... sia tale da determinare l’acquisizione (di diritto o di fatto) del controllo della società: ciò a prescindere dalla presenza o meno, tra i paciscenti, di un socio ... che abbia ... acquisito una posizione di predominio, mentre la presenza di un soggetto dominante all’interno del patto ... realizza il cd. controllo da sindacato” (*supra*, n. 39), 28, nota 53. Per primo, sulla distinzione concettuale tra “controllo da sindacato” e “sindacato di controllo”, vedi DONATIVI, “I confini del controllo congiunto”, *Giur. comm.*, 1996, I, 568 et *passim*.

[58] Secondo cui «per persone che agiscono di concerto si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o scambio».

[59] Cfr. MIOLA, *sub* 93, in *Testo Unico della Finanza*, *Commentario* diretto da G.F. CAMPOBASSO (Torino, 2001), 775; PASQUARIELLO, *sub* 93, in *Commentario TUF*, a cura di VELLA (Torino, 2012), I, 879; P. MARCHETTI, “Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale”, *Riv. soc.*, 1992, I; MUCCIARELLI, *sub* 93, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, a cura di P. MARCHETTI e BIANCHI (Milano, 1999), I, 55; con riferimento all’analoga disposizione del d.lgs. n. 127/1991, cfr. SBISÀ, “Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991 n. 127”, *Riv. soc.*, 1992, 925; egualmente la Consob: “[l’] art. 93 del Testo Unico, nell’ampliare rispetto all’articolo 2359 del codice civile le ipotesi in cui sussiste un rapporto di controllo, prevede comunque che, ove un socio eserciti un’influenza dominante in base ad accordi con altri soci, si possa considerare controllata la società nella quale tale influenza è esercitata sulla base della circostanza che lo stesso socio disponga da solo dei voti necessari a deliberare nell’assemblea ordinaria. In altre parole la vigente normativa, richiedendo che l’influenza dominante sia esercitata singolarmente da un unico azionista, non considera ipotesi di controllo congiunto”, Comunicazione Consob DEM/99030771 del 22 aprile 1999. Anche se le sempre più frequenti “incursioni” del controllo congiunto in ambito societario hanno indubbiamente aperto una breccia nel dogma del controllo solitario; si veda ad esempio il Testo Unico sulle società a

sizioni che, in realtà, evocano *esplicitamente* forme di controllo plurisoggettive. L'art. 122 del TUF, sulla pubblicità dei patti parasociali, si applica, ad esempio, anche «ai patti ... aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante [nelle società con azioni quotate o nelle società che le controllano]» (5° comma, lett. d)); l'art. 144-*quinquies*, 1° comma, lett. c), Reg. Emittenti, che elenca i rapporti di collegamento tra azionisti di cui si deve tener conto ai fini della disciplina del voto di lista per l'elezione del sindaco di minoranza, ravvisa il collegamento nei «*rapporti di controllo tra una società e coloro che la controllano congiuntamente*»; od ancora, il Regolamento Consob del 12 marzo 2010 in materia di operazioni con parti correlate contempla espressamente la fattispecie del controllo congiunto «*in caso di condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo*» (allegato 1, punto secondo del regolamento). Si tratta per il vero di ipotesi in cui la stessa Consob si è premurata di circoscrivere la valenza del controllo congiunto nella disciplina degli emittenti, vuoi contestualizzando [60] vuoi enfatizzando la specificità del richiamo [61].

partecipazione pubblica, adottato con d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175, che, pur senza dettarne una definizione e con finalità solo settoriale, allarga la nozione del controllo al fenomeno collettivo con “[una] scelta legislativa [che] si ricollega ... all’evoluzione del concetto di controllo, dopo la riforma delle società, e in particolare alla tesi della riconducibilità alla sfera dell’art. 2359 c.c. anche del c.d. controllo congiunto. Con l’introduzione dell’art. 2341-bis, comma 1, c.c., che legittima anche nelle società chiuse i patti parasociali che, al fine di stabilizzare il governo delle società hanno per oggetto per effetto l’esercizio anche congiunto di un’influenza dominante e degli artt. 2497 ss. c.c. sull’attività di direzione e coordinamento, che prevede forme di eterodirezione condivisa basate cioè su patti parasociali o contratti di coordinamento, nonché in ragione di varie altre considerazioni inerenti all’attuazione nell’ordinamento interno delle direttive 92/101/CEE e 2012/30/UE, può ritenersi superata la tesi della configurazione necessariamente solitaria del controllo”, cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 228-2017/I, Considerazioni in tema di controllo, controllo congiunto e controllo analogo nella disciplina del TUSP, 3. Da sempre, invece, favorevoli ad una interpretazione dell’art. 2359 c.c. estesa al controllo congiunto, CARRIELLO: “ritengo che, guardando alla fattispecie del controllo c.d. di fatto, il vigente art. 2359, 1° comma, c.c. possa e debba essere interpretato nel senso di una sua applicazione a ogni riscontrata effettiva situazione nella quale, in forza di poteri diritti fatti e/o circostanze, un socio o più soci congiuntamente risulti/risultino titolare/i di un potere di concretamente determinare (orientando, condizionando, influenzando i relativi processi ed esiti decisionali: nel senso di potere di coagulare il consenso) le scelte gestionali della società, goda/no ovvero meno egli/essi di un’influenza dominante c.d. di fatto sull’assemblea ordinaria”, in “Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull’occultamento del controllo c.d. di fatto”, in questa Rivista, 2017, 34 (cfr. anche i suoi precedenti scritti “Controllo congiunto” e accordi parasociali (Milano, 1997) e “Dal controllo congiunto all’attività congiunta di direzione e coordinamento”, Riv. soc., 2007, 1 ss.); e LAMANDINI, sub 2359, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, a cura di M. CAMPOBASSO-CARIELLO-TOMBARI (Milano, 2016), I, 751 ss. (così come, in precedenza, *Il “controllo”. Nozione e “tipo” nella legislazione economica* (Milano, 1995), 106 ss., nonché “Appunti in tema di controllo congiunto”, *Giur. comm.*, 1993, I, 230.

[60] Nella Nota Tecnica in materia di trasparenza dei patti parasociali del 7 agosto 1998, la Consob ha chiarito che la previsione dell’art. 122, 5° comma, lett. d), che attribuisce autonoma rilevanza

Se tuttavia un “approccio minimalista” è pienamente condivisibile per i casi in cui il richiamo normativo al controllo congiunto si esaurisce in adempimenti specifici, come tali insuscettibili di acquisire rilievo generale, altrettanto non può dirsi per la materia dell’OPA, la cui disciplina positiva interseca sistematicamente le dinamiche del controllo plurisoggettivo. Mancando nel TUF un espresso riconoscimento della fattispecie del controllo congiunto che, *ratione materiae*, consentisse di integrare, ai fini OPA, la definizione di controllo (solitario) dettata in via generale dall’art. 93 TUF [62], le logiche sottostanti alla nozione del controllo congiunto sono state recuperate in via interpretativa (con consapevolezza, dunque, dell’esercizio) o spesso anche solo intuitivamente in sede applicativa (senza cioè perseguire un disegno sistematico).

E proprio la disciplina dell’OPA indiretta rappresenta un “banco di prova” particolarmente interessante per analizzare come le dinamiche del controllo congiunto abbiano influenzato la concreta applicazione delle regole dell’offerta obbligatoria di acquisto. Si impone a questo punto una precisazione: anche nella visione di chi privilegia una lettura dell’art. 93 TUF (così come dell’art. 2359 c.c.) esclusivamente incentrata sul controllo solitario, l’influenza dominante sull’assemblea ordinaria non è ovviamente fine a sé stessa (nel senso che non si esaurisce nel potere di nominare la maggioranza degli amministratori) [63], ma è sempre funzionale al potere di indirizzo sulle scelte gestionali della società controllata.

ai patti parasociali che consentono ad un soggetto l’esercizio di un’influenza dominante congiuntamente con altri, va intesa quale norma di chiusura del sistema.

[61] Ad esempio, nella Comunicazione Consob DEM/DCL/8033950 dell’11 aprile 2008, la Consob ha enfatizzato la rilevanza del controllo congiunto limitatamente alla disciplina del voto di lista.

[62] È peraltro innegabile che quando ha inteso ricomprendere anche la dimensione collettiva nella nozione del controllo, il legislatore lo ha fatto in modo esplicito; vedi, in proposito, il raffronto tra diritto societario e diritto anti trust di SPOLIDORO, “Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge anti trust”, *Riv. soc.*, 1995, 459.

[63] Così espressamente CARRIELLO, sottolineando, in punto di controllo di fatto ma con considerazioni di valenza generale, come “l’influenza dominante c.d. di fatto sull’assemblea ordinaria venga qualificata come influenza di controllo dall’art. 2359, 1° comma, n. 2, c.c. in quanto si assume che, controllando “di fatto” l’assemblea ordinaria e, pertanto, controllando la nomina dell’organo amministrativo (nel sistema tradizionale e monistico) ovvero dell’organo di vigilanza (nel sistema dualistico) competente a nominare l’organo di gestione, il controllante c.d. di fatto dell’assemblea ordinaria finisca per esercitare un potere di controllo c.d. di fatto sulla gestione della società (nel senso, appunto, di potere di determinare, di fatto, le scelte gestionali della società). Di guisa che, il controllo c.d. di fatto dell’assemblea ordinaria non è fine a sé stesso, ma funzionale e propedeutico al controllo c.d. di fatto della gestione (semmai il controllo c.d. di fatto assembleare funziona da paradigmatica presunzione del controllo c.d. di fatto gestionale). Negare che ricorra il controllo c.d. di fatto della società ai sensi dell’art. 2359, 1° comma, c.c. ove questo controllo c.d. di fatto della gestione fosse riscontrabile in forza di altri poteri diritti fatti e circostanze, pur in assenza del controllo c.d. di fatto dell’assemblea ordinaria, significa, a mio avviso, negare l’essenza davvero qualificante e ultima del controllo c.d. di fatto anche codicistico”, in “Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull’occultamento del controllo c.d. di fatto”, in questa *Rivista*, 2017, 35.

Anche la Consob ha prestato espressa adesione a questa impostazione: perché si possa ritenere che un soggetto abbia il controllo di un emittente, non è sufficiente, agli occhi dell'autorità di controllo, che egli abbia nominato la maggioranza degli amministratori, ma è necessario anche che il consiglio di amministrazione sia in grado, a maggioranza semplice, di indirizzare e determinare la gestione sociale. Deve pertanto escludersi la sussistenza del controllo in capo a chi pure abbia eletto la maggioranza degli amministratori laddove questi, per effetto di clausole statutarie o di pattuizioni parasociali, "*non possano assumere decisioni rilevanti senza il concorso determinante degli amministratori designati dagli altri soci*" [64], con la precisazione che le decisioni rilevanti, ai fini dell'accertamento del controllo, sono quelle relative alla gestione caratteristica della società (pianificazione ed esecuzione delle strategie aziendali), senza che sia invece dirimente, ai fini dell'accertamento del controllo, la necessità che concorra anche la volontà di altri amministratori per decisioni connotate da straordinarietà (per tipologia o anche per valore) [65].

L'analisi dei patti parasociali e delle clausole statutarie che incidono, comprimendolo, sul potere del socio di maggioranza è pertanto essenziale, nella visione della Consob, per stabilire se la sua influenza dominante permanga inalterata o se invece ne consegua un depotenziamento, la cui intensità possa, al limite, escludere la sussistenza stessa del controllo solitario. Ora, nell'elaborazione dell'autorità di mercato il focus resta effettivamente sul controllo individuale (per accertarlo od escluderlo) piuttosto che sul riconoscimento del controllo congiunto, ma il ribaltamento della prospettiva è solo apparente: gli indici cui la Consob si affida per valutare il depotenziamento del controllo solitario in presenza di concorrenti poteri di altri soci sono i medesimi che vengono utilizzati, ad esempio, nella disciplina anti trust per stabilire i confini tra controllo individuale, controllo congiunto e assenza di controllo.

7. La valenza asimmetrica delle variazioni del controllo nei leading case di Consob

Su questi indici e sull'uso che ne fa la Consob nella materia dell'OPA ritornerò approfonditamente nel successivo § 10, mentre vorrei qui concentrare l'attenzione su un aspetto fondamentale della dottrina della nostra autorità di mercato sulla variazione del controllo nel contesto dell'OPA, e cioè l'*asimmetria* con cui viene valutata la compartecipazione al controllo nel caso della *sostituzione del socio o dei soci* che lo esercitino rispetto all'*ipotesi dell'affiancamento di uno o più nuovi soci* all'azionista che abbia il controllo individuale dell'emittente. Due comunicazioni

[64] Cfr. Comunicazione Consob DEM/3074183 del 28 novembre 2003.

[65] Cfr. Comunicazioni Consob n. 8085779 del 17 settembre 2008 e DEM/11016918 del 4 marzo 2011.

della Consob proprio in tema di OPA indiretta mostrano con chiarezza questa asimmetria.

In una prima operazione sottoposta all'autorità di mercato [66], il quesito riguardava una *holding*, controllata da un unico socio e con una partecipazione di maggioranza in una società quotata, in cui nuovi investitori avrebbero contestualmente sottoscritto un aumento di capitale – che li avrebbe portati a detenere complessivamente la maggioranza del capitale della *holding* – destinato a finanziare un'offerta pubblica di acquisto volontaria che la *holding* avrebbe promosso sulla quotata per ottenerne il *delisting*. Nella prospettazione fornita da chi aveva formulato il quesito, nessuno degli investitori avrebbe acquistato individualmente il controllo della *holding*, ma tutti, originario socio di controllo e nuovi investitori, avrebbero sottoscritto un patto parasociale per regolare la rispettiva partecipazione alla *holding*. Contrariamente a quanto dedotto nel quesito, la nostra autorità di mercato ha ritenuto che l'acquisto della partecipazione (tramite l'aumento di capitale) e la contestuale sottoscrizione del patto parasociale avrebbero determinato un obbligo di offerta pubblica totalitaria a carico di tutti gli aderenti all'accordo parasociale. La risposta della Consob è interessante non tanto per la decisione in sé, quanto perché mostra chiaramente come l'autorità non abbia neppure ritenuto di dover vagliare la posizione dei singoli pattisti per verificare se a seguito dell'operazione vi fossero uno o più soci in grado di esercitare congiuntamente il controllo sulla *holding* (e a cascata sulla partecipata quotata), ma abbia invece fondato la propria decisione sulla mera constatazione dell'intervenuto acquisto (congiunto) della maggioranza del capitale della *holding*.

Nella ricostruzione dell'autorità, infatti, “l'art. 106, comma 3, prevede che la Consob disciplini con regolamento le ipotesi in cui la partecipazione indicata nel comma 1 è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società con azioni quotate. L'art. 45 del Regolamento, attuativo di tale disposizione, ha definito, tra l'altro, cosa si intende con partecipazioni, ossia quale deve essere l'entità della partecipazione acquisita nella ‘scatola’ (sia essa quotata sia non quotata) affinché scatti l'obbligo di OPA sulla società quotata partecipata. Tale entità è stata individuata, come noto, nel 30% di capitale ordinario in caso di acquisto di società quotata e nel controllo in caso di acquisto di una non quotata. Il concomitante riferimento nell'art. 45 del Regolamento, da un lato, all'acquisto del controllo (ai sensi dell'art. 93 del Tuf) della società non quotata e, dall'altro, alla modalità di acquisto di tale controllo – che può avvenire anche di concerto – non può che essere letto nel senso che, da una parte, si è proceduto a definire l'entità, in termini quantitativi, dell'acquisto rilevante; dall'altra, si è altresì inteso disciplinare le modalità con

[66] Cfr. Comunicazione Consob DEM/1085144 del 13 dicembre 2001.

le quali il suddetto acquisto può essere perfezionato. In tale ottica, il riferimento, nella norma, all'acquisto di concerto deve intendersi nel senso che rileva, per l'individuazione dell'obbligo di OPA per acquisti indiretti, l'acquisto, effettuato sia singolarmente sia congiuntamente da più soggetti, della partecipazione di controllo come sopra individuata. Pertanto, difformemente da quanto affermato nel quesito, all'acquisto effettuato indirettamente dagli investitori si applica l'art. 45 del Regolamento e conseguentemente si applicano le disposizioni di cui all'art. 109 del Tuf, ai sensi del quale, in presenza di acquisiti a titolo oneroso contestuali alla conclusione di un patto parasociale, gli aderenti sono tenuti solidalmente all'obbligo di OPA, indipendentemente dalla quota da ciascuno acquistata e da quella da ciascuno singolarmente detenuta. Il presupposto di tale obbligo è che essi, congiuntamente, vengano a detenere una partecipazione superiore alle soglie rilevanti di cui all'art. 106 e 108 del Tuf" [67].

Sebbene la decisione sia in sé condivisibile sul piano della ratio dell'OPA indiretta, il substrato argomentativo tradisce una incoerenza di fondo nella difficoltà di conciliare la nozione di controllo dettata dall'art. 93 del TUF (che, come si è visto, non contempla il controllo congiunto) con la dizione dell'art. 45 del Reg. Emittenti che impone l'obbligo di OPA anche quando l'acquisto del controllo sulla *holding* avvenga di concerto con altri soggetti («l'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere il controllo [della holding]»). Se il parametro di riferimento del controllo utilizzato dall'art. 45 del Reg. Emittenti fosse effettivamente dato dall'art. 93 del TUF, l'obbligo di OPA dovrebbe scattare solamente qualora, a fronte di un acquisto di concerto, fosse possibile identificare un soggetto che, eventualmente anche in base ai patti parasociali sottoscritti con gli altri concertisti, sia in grado di esercitare, individualmente, il controllo sulla *holding*.

In realtà, la chiave interpretativa che la Consob ha prescelto prescinde totalmente dall'accertamento dell'effettivo acquisto del controllo (non solo individuale ma anche congiunto) sulla *holding*; l'acquisto da parte di più soggetti, in concerto tra loro, di una partecipazione di maggioranza nella *holding* viene infatti equiparato in tutto e per tutto all'acquisto, di concerto, di una partecipazione sopra la soglia OPA direttamente nell'emittente quotato. Non c'è dunque necessità di indagare se tra i soggetti che hanno acquistato la maggioranza della *holding* ve ne siano uno o più che ne abbiano effettivamente acquisito il controllo (individuale o congiunto). La circostanza, *oggettiva*, dell'acquisto concertato della partecipazione di maggioranza nella *holding* è la condizione necessaria e sufficiente perché ne scaturisca un obbligo solidale d'OPA; e ciò anche nei casi in cui, in realtà, nel gruppo di soggetti che abbiano acquisito quote della *holding* non ve ne sia nessuno in grado di esercitare il controllo senza il concorso della volontà di una pluralità di altri soci (ossia in una logica di maggioranze variabili e, quindi, in assenza di qualsivoglia controllo

[67] Comunicazione citata nella nota precedente.

individuale o congiunto sulla *holding*). Detto altrimenti, l'art. 45 Reg. Emittenti viene interpretato senza annettere al termine "controllo" alcun preciso significato e valorizzando, invece, la presunzione assoluta di concerto per gli aderenti ad un patto parasociale esattamente come avviene nel contesto dell'art. 106, 1° comma, TUF, con l'unica differenza che nel caso dell'OPA indiretta il parametro oggettivo della soglia non è il 30% (o, a seconda dei casi, il 25%) della società quotata, ma il 50,1% del capitale della *holding* [68].

Tenuto conto che l'OPA indiretta ha una funzione anti-elusiva e di chiusura del sistema, appare ragionevole che, in presenza di una variazione così significativa sull'assetto di controllo (indiretto) di un emittente, come inevitabilmente avverrebbe ove la maggioranza del capitale della *holding* a monte passasse a nuovi soci, chiunque partecipi all'acquisto concertato sia tenuto all'obbligo di offerta a prescindere dal fatto che, in concreto, vi sia o meno un socio o un sottoinsieme di soci in grado di esercitare, rispettivamente, un'influenza dominante o anche solo determinante sulla *holding* (e, a valle, sull'emittente) [69]. Anche qualora dal patto pa-

[68] Ovvero quella minor percentuale che garantisca comunque ai concertisti il controllo di fatto della *holding* nel caso, non impossibile ma certo non frequente, in cui il capitale della *holding* sia polverizzato tra più soggetti, cosicché anche una partecipazione inferiore al 50,1% possa consentire "ugualmente di determinare le deliberazioni dell'assemblea ordinaria per la polverizzazione dei possessori azionari e l'assenteismo degli altri soci" (cfr. Comunicazione Consob DCG/0076067 dell'1 ottobre 2015). In argomento, vedi MOSCA (supra, n. 21), 1416: "l'autorità di vigilanza e la dottrina sono concordi nel ritenere che possa trattarsi anche dell'acquisto del controllo di fatto in una società non quotata che partecipa oltre soglia in una quotata".

[69] Come è ben chiarito, in materia anti trust, dal § 79 della Comunicazione consolidata della Commissione sui criteri di competenza giurisdizionale a norma del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese: "nel caso di acquisizioni di partecipazioni, vi è una maggiore probabilità di una comunanza di interessi se le partecipazioni azionarie vengono acquisite mediante un'azione concordata [*concerted action*, nel testo inglese]. Tuttavia, un'acquisizione mediante un'azione concordata non è di per sé sufficiente per instaurare un controllo congiunto di fatto. In generale, un interesse comune al rendimento dell'investimento in quanto investitori finanziari in (o creditori di) un'impresa non costituisce una comunanza di interessi che determina un controllo congiunto di fatto". Distingue tra controllo congiunto e acquisto di concerto (in assenza di controllo individuale o congiunto tra i concertisti) anche la disciplina delle comunicazioni sulle partecipazioni rilevanti contenuta nel TUB: "il co. 1bis [dell'art. 22 del TUB] introdotto dal decreto di recepimento della direttiva 2007/44/CE, a sua volta, rende rilevanti, con una formula all'evidenza tributaria di quella da tempo adottata nel testo unico della finanza ... la fattispecie di acquisto di concerto, sia ... quando tali da determinare il controllo congiunto della banca sia quando, pur in difetto del controllo, gli aderenti al concerto vengano a detenere partecipazioni che, pur non di controllo (neppure congiunto), cumulativamente considerate, raggiungano o superino le soglie indicate dall'art. 19", LAMANDINI, sub 22, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da CAPRIGLIONE (Padova, 2018), 236. Peraltro, è interessante notare come il decreto n. 675 del 27 luglio 2011 del CICR abbia esteso la fattispecie del concerto (rilevante ai fini della disciplina delle partecipazioni nel capitale delle banche) anche agli accordi stipulati entro l'anno successivo all'acquisto della partecipazione o alla variazione della quota di partecipazione, in perfetto parallelismo con l'art. 109 del TUF.

rasociale (e dai meccanismi statutari) emergesse l'assenza di ogni controllo individuale o congiunto e, di converso, la possibilità di molteplici e variabili "alleanze di voto", l'intero gruppo rimarrebbe comunque assoggettato all'obbligo solidale di promuovere l'offerta, esattamente come avverrebbe nel caso di acquisto, da parte dei medesimi soggetti, di una partecipazione diretta nell'emittente a valle. È dunque la *ratio* dell'OPA a prevalere in questo percorso interpretativo, anche se per giungere a tale risultato occorre privare di ogni reale rilievo tecnico il precetto dell'art. 45 Reg. Emittenti che, sul piano letterale, subordinerebbe invece l'obbligo dell'OPA all'acquisto (anche di concerto) del controllo sulla *holding*.

Mi pare, del resto, che questa sia l'inevitabile, per quanto distonica, conseguenza dell'impostazione del legislatore del TUF che, nell'art. 93, ha dettato una definizione di controllo di *applicazione generale nella sfera degli emittenti* (e dunque anche a tutti i fini della disciplina dell'OPA), laddove in realtà le norme sulle offerte pubbliche di acquisto, come si è visto, utilizzano il termine "controllo" in un'accezione molto più ampia (non solo ricomprendendone la declinazione congiunta, ma anche svalutando l'intrinseco significato tecnico del controllo – inteso come influenza dominante o anche solo determinante – per affermarne l'esistenza anche nei casi in cui all'interno della coalizione dei concertisti non possa dirsi sussistere, secondo i canoni tradizionali, alcuna effettiva posizione di controllo solitario o anche solo congiunto).

Distonia che è invece risolta nel sistema inglese con l'adozione, ai fini della materia OPA, di una specifica definizione di controllo, svincolata dai canoni del diritto societario e incentrata, esclusivamente, sul fatto oggettivo del possesso, individuale o collettivo, della partecipazione oltre soglia: «*control means an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights ... of a company, irrespective of whether such interest or interests give de facto control*» [70]. Nell'ambito dell'azione di concerto ai sensi del *City Code*, quindi, la finalità dei concertisti di acquisire, mantenere o consolidare il controllo si risolve nella volontà di formare (o partecipare ad) una coalizione di azionisti in cui ciascuno mette la propria partecipazione al servizio di un disegno comune, senza che il requisito del controllo (per come comunemente lo si intende nel diritto societario) assuma alcun rilievo («*persons acting in concert are persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or con-*

[70] The City Code on takeover and mergers, Definitions section. Mentre, dunque, la cooperazione tra i concertisti nel sistema italiano richiede (almeno sul piano teorico) un accordo finalizzato al controllo sulla quotata secondo l'accezione tecnica che il termine "controllo" ha ai sensi dell'art. 93 del TUF, la previsione inglese adotta, invece, una definizione di controllo del tutto atecnica e fattuale, conservando quindi piena flessibilità nel valutare l'intensità del legame associativo tra i concertisti, senza necessità di collocarlo in un rigido contesto definitorio – cfr. il provvedimento reso dal Panel nel *leading case* del 1989, Guinness/Distillers, disponibile all'indirizzo thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/12/1989-13.pdf.

solidate control of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company ... Control in this context means 30% of the voting rights in the target company») [71].

A parità di definizione generale del concerto, ciò che contrappone la norma italiana a quella inglese è che il termine “controllo” nel sistema italiano non ha una valenza autonoma ai fini OPA come accade in Inghilterra, ma resta (almeno formalmente) scolpito dall’art. 93 del TUF [72], sicché, in teoria, l’obiettivo dei concertisti (italiani) di acquisire, mantenere o rafforzare il controllo andrebbe pur sempre valutato in termini di possibilità che, attraverso l’azione concertata, uno dei concertisti o quanto meno alcuni di essi congiuntamente ne divengano titolari. Così facendo, tuttavia, la nozione del concerto tradirebbe la propria *ratio*, che non è quella di obbligare all’OPA solo chi partecipi ad un’azione di concerto suscettibile di assicurare ad uno o più dei concertisti il controllo (individuale o congiunto) della *target* quotata, bensì quella di assoggettare all’obbligo chiunque, sulla base di un’azione collettiva, determini un mutamento nel pre-esistente assetto di controllo, anche laddove ciò non comporti l’emergere di una nuova posizione di controllo (individuale o congiunto) ma dia invece vita ad una situazione atecnica di controllo diffuso o variabile (ma pur sempre imputabile a soggetti diversi da chi lo deteneva prima dell’azione di concerto).

È dunque alla *ratio* dell’istituto che si deve la “deviazione” dal significato più propriamente tecnico del *concetto* del *controllo* all’interno della disciplina OPA

[71] [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-107-6353?_lrTS=20171108105530267&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-107-6353?_lrTS=20171108105530267&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1).

[72] È interessante notare che nella Comunicazione Consob DCG/0076067 dell’1 ottobre 2015 la Consob dapprima rileva che “la definizione di controllo cui si riferisce [l’]articolo 45 del regolamento Emittenti è quella dell’art. 93, comma 1, del TUF e dell’articolo 2359, comma 1, del codice civile” e poi conclude che “l’acquisto ... di una partecipazione [nella holding] che possa qualificarsi di controllo, ai sensi dei citati art. 93 del TUF e 2359 del cc., ... è presupposto di applicabilità della disciplina OPA in tema di acquisto indiretto”. Questa lettura, tuttavia, non si dà carico di riconciliare il perimetro applicativo dell’art. 93 del TUF, che è circoscritto al controllo solitario, con il rilievo che invece è attribuito dall’art. 45 Reg. Emittenti all’acquisto, anche di concerto, della partecipazione di controllo nella *holding*. In realtà, come meglio chiarito nella Comunicazione DEM/1085144 del 13 novembre 2001 il riferimento alla nozione di controllo ex art. 93 TUF e 2359, 1° comma, c.c. è oggettivo e non soggettivo; detto altrimenti, ciò che rileva è l’intervenuto trasferimento di una partecipazione in sé oggettivamente idonea ad attribuire il controllo della *holding*, non già il fatto che dal trasferimento consegua l’effettivo acquisto di una posizione di controllo ex art. 93 del TUF in capo ad uno specifico soggetto. Se la partecipazione nel suo complesso è astrattamente idonea ad assicurare il controllo, l’OPA indiretta scatta anche quando l’acquisto della partecipazione avvenga di concerto tra più soggetti, ancorché nessuno tra loro acquisti in realtà la posizione di nuovo controllante solitario. E per il vero non è neppure necessario che post trasferimento della partecipazione vi sia almeno una situazione di controllo congiunto; l’oggettivizzazione del presupposto supera la necessità di individuare un nuovo controllante o nuovi controllanti congiunti, fermo restando, ovviamente, che si avrà un obbligo di OPA solo qualora i soggetti che abbiano frazionatamente acquistato la partecipazione lo abbiano fatto agendo di concerto tra loro.

italiana; come nel superamento individuale della soglia l'obbligo di offerta è giustificato da una "presunzione" di mutamento nel controllo [73], così nel caso dell'azione di concerto l'aggregazione di una partecipazione oltre soglia giustifica la "presunzione" che il controllo sull'emittente sia mutato rispetto alla situazione *quo ante* (a prescindere dal fatto che l'azione collettiva comporti o meno l'effettivo radicamento di una nuova posizione di controllo individuale o congiunto in senso tecnico).

Dove invece, in modo per l'appunto asimmetrico, la nozione tecnica del controllo [74] riacquista spazio, all'interno del sistema dell'OPA indiretta, è nell'ipotesi in cui il "proprietario" della *holding* ceda una parte soltanto della sua partecipazione a nuovi soci, conservando la quota di maggioranza e sottoscrivendo con i nuovi azionisti un patto parasociale (o comunque riconoscendo loro diritti in via statutaria). Una comunicazione della Consob del 2013 [75] ha infatti sviluppato un percorso interpretativo, che si è da allora consolidato anche nella prassi, per distinguere i casi in cui da simili operazioni scaturisca un obbligo di OPA indiretta dalle ipotesi in cui, invece, il riassetto azionario della *holding* possa essere perfezionato in franchigia d'OPA. Nel caso esaminato dall'autorità, la *holding* (indirettamente) titolare di una partecipazione oltre soglia in una quotata avrebbe deliberato – come poi in effetti avvenne – un aumento di capitale riservato ad un nuovo investitore, diluendo l'azionista di controllo dal 100% al 51%; i fondi rivenienti dall'aumento di capitale erano destinati, in parte, a rilevare le quote di alcuni preesistenti azionisti di minoranza in una *subholding* lungo la catena di controllo e, per altra parte, al rafforzamento patrimoniale della quotata a valle. Al nuovo investitore, titolare del

[73] Sul piano concettuale, dunque, il superamento della soglia è assimilabile ad una presunzione di acquisto del controllo superabile solo con la prova dell'altrui controllo di diritto. In tale situazione, infatti, un acquisto oltre soglia non potrebbe influire in alcun modo sul controllo dell'emittente, sicché un'OPA obbligatoria (che, come è noto, è strumento di tutela degli azionisti terzi in presenza di variazioni nell'assetto di controllo di un emittente) non avrebbe ragion d'essere. Questa è del resto l'espressa costruzione della Direttiva OPA che, dopo aver affermato all'articolo 5 (1° comma) il postulato dell'obbligo di offerta a carico di chiunque acquisisca diritti di voto in una società in una misura tale da consentirgli di esercitare il controllo sulla stessa, affida ai legislatori nazionali il compito di stabilire quale sia, in concreto e nei singoli ordinamenti, "la percentuale dei diritti di voto sufficiente a conferire il controllo". Per ulteriori riferimenti vedi *supra*, nota 46.

[74] In questo senso, MOLLO-MONTESANTO, "Il controllo societario nel Testo Unico della Finanza, Problemi e prospettive di Riforma", *Quaderni Giuridici Consob*, giugno 2015, 43, nota 129: "in materia di obblighi OPA, il controllo opera principalmente non come elemento integrativo delle singole fattispecie d'offerta, considerato che la legge assume come parametro di riferimento le soglie rilevanti ai sensi dell'articolo 106 del TUF, quanto piuttosto come elemento negativo delle stesse, cfr. LENER, sub art. 106, in M. STELLA RICHTER JR. (a cura di), *Le offerte pubbliche d'acquisto*, Commento agli artt. 101-bis ss. TUF, Torino 2011 p. 170. L'unico caso in cui la sussistenza del controllo sembra assumere rilievo affinché si configuri l'obbligo è quello dell'acquisto (indiretto) del controllo di una società non quotata, che a sua volta controlla (o partecipa in misura rilevante al capitale di) una società quotata".

[75] Comunicazione Consob DCG/0079962 del 9 ottobre 2013.

49% della *holding* a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale, vennero attribuiti, nel contesto dell'operazione, taluni diritti di *governance* sia in seno alla *holding* sia in relazione alla quotata.

In questo caso, a differenza del precedente del 1999, la Consob, pur rilevando come l'operazione configurasse un'azione di concerto tra il nuovo investitore ed il socio di maggioranza [76], non ha automaticamente accomunato in un controllo collettivo chiunque fosse parte del concerto (per il solo fatto di esserlo), ma ha analizzato le posizioni soggettive dei concertisti per verificare se il nuovo investitore controllasse effettivamente la *holding* (e quindi l'emittente) congiuntamente con il socio di maggioranza.

Ecco dunque che la nozione tecnica del controllo – *in particolare nella sua veste congiunta* – torna ad acquisire rilievo. Nella circostanza, la Consob ha infatti rilevato come “*un eventuale obbligo di Opa a cascata su Isagro potrebbe configurarsi solo qualora si ritenesse che Piemme e Gowan, in forza del patto parasociale tra loro intercorrente, controllino congiuntamente la Newco, in tal caso, essendo quest'ultima qualificabile come veicolo societario, si rientrerebbe nell'ipotesi prevista dall'art. 45 del Regolamento Emittenti, che prevede espressamente il caso di acquisto indiretto di concerto. Altrimenti, ove non si ritenga configurabile il controllo congiunto, non vi sarebbero i presupposti per applicare la disciplina dell'Opa obbligatoria, in quanto, ad esito dell'aumento di capitale: i) Piemme sottoscriverà il 51% della Newco, continuando, dunque a mantenere indirettamente il controllo di diritto della quotata; ii) mentre Gowan, sottoscrivendo il restante 49% del capitale della Newco non acquisterà una partecipazione tale da consentirgli di detenere singolarmente il controllo di una società non quotata cui fa riferimento l'art. 45 del Regolamento*” [77].

Tralascio qui – perché riprenderò il tema nel successivo § 10 – i successivi passaggi della comunicazione, in cui la Consob si sofferma sugli elementi che nel caso di specie hanno consentito di escludere la sussistenza di un controllo congiunto, per



[76] Cfr. la comunicazione della Consob citata nella precedente nota: “confrontando l'assetto di controllo di Isagro ante e post operazione si rileva che la modifica principale è costituita dall'incorporazione nella Newco delle due sub-holding e dall'entrata di Gowan nel capitale della Newco, controllante diretta di Isagro, con una quota pari al 49% di quest'ultima. Dunque, applicando il combinato disposto dell'art. 106, comma 3, lettera a), del Tuf e dell'art. 45 del Regolamento Emittenti, ai sensi del quale: 'l'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere [...] il controllo di una società non quotata determina l'obbligo dell'offerta pubblica, a norma dell'art. 106, comma 3, lettera a) del Testo unico quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, più del 30% dei titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico di una società quotata', tali modifiche nella catena di controllo potrebbero comportare il sorgere di un obbligo di offerta qualora si riscontrasse che il soggetto, che entra ex novo nell'azionariato e agisce di concerto con il socio di maggioranza, controlli, congiuntamente e indirettamente insieme a Piemme, l'Emittente”.

[77] Ut supra.

osservare invece come l'orientamento dell'autorità si inserisca certamente nel solco delle numerose comunicazioni sulla neutralità a fini OPA delle ipotesi di concerto fondate su un giudizio di intensità delle variazioni nell'assetto di controllo dell'emittente [78], ma presenti al tempo stesso caratteristiche peculiari che sono la conseguenza della diversa formulazione normativa del concerto nel contesto dell'art. 45 Reg. Emittenti rispetto alla fattispecie generale dell'art. 109 del TUF. È la stessa Consob a rilevarlo, ricordando di essersi già “*pronunciata su numerose operazioni analoghe nelle quali, a seguito di modifiche della catena di controllo e contestuale stipulazione di un patto, il controllante originario rimaneva tale ma, a differenza del caso in questione, nei casi finora analizzati, si passava da una situazione di controllo di diritto ad una di controllo di fatto. I pareri resi, essendo la ratio dell'Opa obbligatoria quella di tutelare gli azionisti in caso di cambio del controllo, si sono basati principalmente sull'analisi delle modifiche sostanziali degli assetti di potere ai fini della gestione ordinaria degli emittenti. Posto che, come sopra detto, ove una società disponga della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria di un'altra, è in re ipsa che essa eserciti un'influenza dominante su quest'ultima, il fattore che potrebbe modificare l'assetto di controllo di Isagro e far sorgere un obbligo di Opa è unicamente l'esistenza di un patto parasociale fra Piemme e Gowan e l'eventuale idoneità delle clausole in esso previste a depotenziare l'influenza dominante esercitata da Piemme, [determinando] un ... controllo congiunto sulla Newco*” [79]; circostanza che, nel caso di specie, venne per l'appunto esclusa, avendo l'autorità ritenuto, sulla base dell'analisi del patto parasociale, che il suo contenuto non fosse idoneo, di per sé, a configurare un'ipotesi di controllo congiunto. Ma poiché manca nel TUF, come si è già sottolineato in precedenza, qualsivoglia definizione di controllo congiunto, la concettualizzazione operata dalla Consob nell'elaborazione degli indici rivelatori del fenomeno è evidentemente tributaria, sia pur per implicito e con l'inevitabile rielaborazione che consegue all'utilizzo di schemi sviluppati in differenti contesti, della nozione di controllo congiunto adottata in “altre province” [80] del diritto societario cui si deve una consapevole e “rodata” sistematizzazione della dimensione collettiva del controllo: l'*International Financial Reporting Standards* n. 11 (omologato con il Regolamento UE n. 1254/2012 e successivamente modificato dal Regolamento UE n. 313/2013) e la disciplina anti trust (nazionale ma soprattutto europea) in tema di concentrazione di imprese.



[78] Nella duplice declinazione del sindacato a geometria variabile e del sindacato di sostegno richiamati nel precedente § 1; le principali comunicazioni della Consob al riguardo sono elencate nella nota 7.

[79] Cfr. Comunicazione Consob DCG/0079962 del 9 ottobre 2013.

[80] Riprendo qui l'espressione usata da PASSADOR, *Appunti sull'Evoluzione della Nozione di Controllo congiunto tra Province del Diritto Societario*, Bocconi Legal Papers 13, 77-102.

8. Un primo possibile paradigma di riferimento: l'IFRS 11

Sebbene, come è stato osservato da più parti [81], gli IFRS, in quanto *principle based*, siano espressione di un modello giuridico estraneo alla tradizione normativa italiana, una visione d'insieme sul controllo congiunto non può prescindere da una ricognizione delle logiche con cui la nozione è stata recepita e sviluppata nei principi contabili internazionali (anche per l'evidente influsso che il sistema degli IFRS spiega nella produzione normativa secondaria e negli orientamenti applicativi della Consob) [82].

Deputato ad enucleare il controllo congiunto e a disciplinarne le conseguenze contabili è l'IFRS 11 che si applica a tutti gli enti «*that are party to a joint arrangement. A joint arrangement is an arrangement of which two or more parties have joint control. The IFRS defines joint control as the contractually sharing of control of an arrangement, which exists only when decisions about the relevant activities (ie the activities that significantly affect the returns of the arrangement) require the unanimous consent of the parties sharing control*» [83]. Senza addentrarmi nell'analisi delle complessità tecniche del principio [84], vorrei qui evidenziare come



[81] Così MOLLO-MONTESANTO (*supra*, n. 74), 53. Analogamente, BIANCHI, "Note sulla nozione di controllo nei principi contabili internazionali IAS/IFRS in materia di bilancio consolidato", in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger* (Milano, 2011), 230, secondo cui "vi sarebbero difficoltà di ricondurre il corpus dei principi contabili internazionali ad un sistema, nella sua tradizionale accezione giuspositivistica ... detto corpus appare il frutto di un approccio regolamentare caratterizzato da minimalismo concettuale e, di converso, da pragmatismo applicativo, entrambi sostanzialmente estranei alla nostra tradizione normativa".

[82] Vedi, ad esempio, l'allegato 1 del Regolamento OPC della Consob approvato con delibera n. 17221 del 12.3.2010 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19974 del 27 aprile 2017 ove terminologia e logica espositiva sul tema del controllo richiamano l'analoga impostazione degli IFRS 10 e 11.

[83] IFRS, § IN6.

[84] Che peraltro distingue tra due tipi di *joint arrangement* che hanno differenti ricadute sul piano della rappresentazione bilancistica: *joint operation* (§ 15: «*a joint operation is a joint arrangement whereby the parties that have joint control of the arrangement have rights to the assets, and obligations for the liabilities, relating to the arrangement. Those parties are called joint operators*») e *joint venture* (§ 16: «*a joint venture is a joint arrangement whereby the parties that have joint control of the arrangement have rights to the net assets of the arrangement. Those parties are called joint venturers*»). Nel sistema dell'IFRS 11 un *joint arrangement* non ha necessariamente forma societaria, ma mentre un *joint arrangement* solo contrattuale è automaticamente classificato come *joint operation* (cfr. § B16), la presenza di un veicolo societario che "incorpori" il *joint arrangement* è classificabile alternativamente come *joint operation* o *joint venture* a seconda che, nella sostanza, le parti siano direttamente titolari dei diritti ed obblighi dell'iniziativa comune o meno (§ B19 e ss.). In presenza di un veicolo societario comune, la sussistenza del *joint arrangement* discende non solo dai rapporti contrattuali tra le parti, ma anche dalle clausole statutarie del veicolo (§ B3 «*when joint arrangements are structured through a separate vehicle ... the contractual arrangement, or some aspects of the contractual arrangements, will in*

il principio n. 11 segue la “classica” struttura degli IFRS che “scompongono” l’iter decisionale, funzionale alla scelta del principio contabile concretamente applicabile a ciascuna fattispecie, in una serie di passaggi logici successivi e tra loro concatenati. Anche in questo caso, infatti, la conclusione circa la sussistenza di un controllo congiunto richiede lo svolgimento di una sequenza pre-determinata di “verifiche” nell’ottica (inevitabilmente soggettiva) [85] di chi sia chiamato ad attuare la scelta contabile.

Punto di partenza è la constatazione che può esserci controllo congiunto solo quando tutte le parti del *joint arrangement* (o quanto meno un gruppo di esse) lo controllino secondo la definizione di controllo dettata dall’IFRS 10 (e quindi, solo nel caso in cui «*all the parties, or a group of the parties, are exposed, or have rights, to variable returns from their involvement with the arrangement and have the ability to affect those returns through their power over the arrangement. When all the parties, or group of the parties, considered collectively, are able to direct the activities that significantly affect the returns of the arrangement (ie the relevant activities), the parties control the arrangement collectively*») [86]. Chiunque partecipi al *joint arrangement* è quindi chiamato a verificare se la sua partecipazione si estenda anche alla condivisione del potere di controllo congiunto o meno; circostanza che discende, in astratto, dalla sua capacità di influenza sulle *relevant activities* [87] («*joint control exists only when decisions about the relevant activities require the unanimous consent of the parties that collectively control the arrangement*» – IFRS §B6). In concreto, la risposta al quesito richiede una valutazione inevitabilmente discrezionale [88], atteso che il criterio discrezionale si fonda su un giudizio di rilevanza delle decisioni aziendali su cui occorra il consenso unanime dei partecipanti al controllo congiunto [89]. Peraltro, l’allegato B dell’IFRS 10 che

some cases be incorporated in the articles, charter or by-laws of the separate vehicle»). Peraltro, «an arrangement can be a joint arrangement even though not all of its parties have control of the arrangement. This IFRS distinguishes between parties that have joint control of a joint arrangement (joint operators or joint venturers) and parties that participate in, but do not have joint control of, a joint arrangement», § 11).

[85] Secondo un principio di auto-responsabilità soggetta a verifica, giudiziaria o regolatoria, *ex post*, come avvenuto, ad esempio, nella nota vicenda Olivetti-Olimpia-Pirelli/Telecom, cfr. Comunicazione Consob DEM/3074183 del 13 novembre 2003 (che, per quanto risalga ad un periodo precedente l’introduzione degli IFRS nel nostro ordinamento, conserva piena attualità per quanto attiene al test del controllo congiunto).

[86] IFRS 11, § B5.

[87] Il termine *relevant activities* ha nel contesto dell’IFRS 11 il significato previsto nell’IFRS 10, cfr. IFRS 11, Appendix A, *Defined Terms*.

[88] Come riconosciuto dallo stesso principio: «*assessing whether the arrangement is jointly controlled by all of its parties or by a group of the parties, or controlled by one of the parties alone, can require judgement*», cfr. IFRS 11, § B6.

[89] Beninteso, come nella disciplina anti trust, anche nel sistema degli IFRS l’esercizio del control-

contiene la *guidance* applicativa valida anche nel contesto dell'IFRS 11, ha natura meramente esemplificativa e si pone in una *prospettiva aziendalistica* (come tale metagiuridica) sia nella parte in cui individua le attività dell'impresa cui anettere peso nel giudizio [90] sia nella parte in cui si focalizza sui meccanismi decisionali (riconoscendo centralità ai processi di pianificazione e al ruolo del management) [91].

Il metodo di applicazione dell'IFRS 11 non è dunque precettivo, ma deduttivo: la sussistenza del controllo congiunto discende non dalla comparazione di una situazione di fatto con una nozione generale e astratta, bensì, caso per caso, dall'analisi dei processi aziendali e dall'identificazione delle attività aziendali suscettibili di determinare un significativo impatto economico. Quando emerga che il consenso di più soci è necessario per dirigere in concreto l'attività aziendale, se ne potrà inferire una situazione di controllo congiunto tra loro; quando invece il consenso di un socio sia richiesto solo al ricorrere di circostanze particolari (sicché, anche ove manchi il suo consenso, la pianificazione strategica e la concreta esecuzione degli indirizzi aziendali non ne risulterebbero impediti), quel socio non potrà dirsi controllante congiunto. Anche l'IFRS 11, infatti, distingue tra diritti sulla *governance* aziendale funzionali al controllo e diritti di mera protezione dell'investimento: «*if the requirements for unanimous consent relates only to decisions that give party protective rights and not to decisions about the relevant activities of an arrangement, that party is not a party with joint control of the arrangement*» [92].

La definizione di *protective rights* dettata dagli IFRS è per il vero un po' tautologica («*rights designed to protect the interest of the party holding those rights without giving that party power over the entity to which those rights relate*») [93], ma all'incertezza definitoria sopperisce, almeno in parte, la *guidance* applicativa che fornisce una duplice indicazione. In primo luogo concettuale, con la precisazione che affinché i *protective rights* non sconfinino nel controllo, il potere di veto

lo congiunto può manifestarsi anche in negativo, attraverso l'esercizio di un potere di veto, cfr. IFRS 11, § 10.

[90] «*For many investees, a range of operating and financing activities significantly affect their returns. Examples of activities that, depending on the circumstances, can be relevant activities include, but are not limited to: (a) selling and purchasing of goods and services; (b) managing financial assets during their life (including upon default); (c) selecting, acquiring or disposing of assets; (d) researching and developing new products or processes; and (e) determining a funding structure or obtaining funding*», IFRS 10, Appendix B, B11.

[91] «*Examples of decisions about relevant activities include but are not limited to: (a) establishing operating and capital decisions of the investee, including budgets; and, (b) appointing and remunerating an investee's key management personnel or service providers and terminating their services or employment*» – IFRS 10, Appendix B, B12.

[92] § B11 dell'IFRS 11.

[93] Cfr. combinato disposto dell'Annex A, *Defined Terms*, dell'IFRS 11 e Appendix A, *Defined Terms*, dell'IFRS 10.

deve riferirsi a mutamenti fondamentali nel profilo di rischio dell'investimento oppure trovare applicazione solo in casi eccezionali [94]. In secondo luogo, con una esemplificazione utile per ricavarne indici e parametri di riferimento (investimenti che eccedano l'ordinaria amministrazione, operazioni sul capitale od emissione di strumenti di debito) [95]. Da ultimo, in piena corrispondenza con l'orientamento manifestato dalla Consob, che ravvisa la sussistenza di un controllo congiunto solo quando il controllo di diritto del socio di maggioranza sia *depotenziato* dai diritti di *governance* attribuiti ad altri soci in via parasociale o statutaria, la *guidance* applicativa degli IFRS avverte comunque che i *protective rights* cessano di essere tali se precludono, a chi abbia il controllo, il potere di esercitarlo effettivamente [96].

9. Un più compiuto termine di raffronto: la nozione anti trust e, in particolare, la Commission Consolidated Jurisdictional Notice

Se già dall'IFRS 11 traspare un filo conduttore prossimo alle logiche seguite dalla Consob nelle proprie comunicazioni in tema di OPA e controllo congiunto, ciò vale a maggior ragione per gli orientamenti desumibili dall'ordinamento anti trust [97]. Peraltro, a differenza degli IFRS, il diritto della concorrenza, pur condividendo il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, colloca il tema del controllo entro canoni più tradizionali, inquadrandolo in uno schema di diritto positivo fondato su una definizione generale e astratta [98]. Come è noto, la nozione di

[94] IFRS 10, § B26

[95] IFRS 10, § B28.

[96] IFRS 10, § B27.

[97] Come è noto, la legge 10 ottobre 1990 n. 287 (recante norme per la tutela della concorrenza e del mercato) prevede espressamente che l'interpretazione delle norme sulle intese, sull'abuso di posizione dominante e, per quanto qui interesse, sulle operazioni di concentrazione «è effettuata in base ai principi dell'ordinamento delle Comunità europee in materia di disciplina della concorrenza» (art. 1, 4° comma), garantendo così un'ideale saldatura tra sistema nazionale e sovranazionale.

[98] Ai sensi dell'art. 3, 2° comma del Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio del 20 gennaio 2004 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, «si ha controllo in presenza di diritti, contratti o altri mezzi che conferiscono, da soli o congiuntamente, e tenuto conto delle circostanze di fatto o di diritto, la possibilità di esercitare un'influenza determinante sull'attività di un'impresa; trattasi in particolare di: a) diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un'impresa; b) diritti o contratti che conferiscono un'influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un'impresa». Analogamente, in diritto interno, ai sensi dell'art. 7, 1° comma, legge 10 ottobre 1990, n. 287: «si ha controllo nei casi contemplati dall'articolo 2359 del codice civile ed inoltre in presenza di diritti, contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono, da soli o congiuntamente, e tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto, la possibilità di esercitare un'influenza determinante sulle attività di un'impresa, anche attraverso: a) diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un'impresa; b) diritti, contratti o altri rapporti giuridici che con-

controllo nell'ambito anti trust ha uno spettro applicativo più ampio del controllo societario, abbracciando la prospettiva di un'influenza che non deve necessariamente essere *dominante* ma che rileva anche quando sia solo *determinante*.

Nel diverso "gradiente di influenza" rientra, in particolare, la fattispecie del controllo congiunto, in cui manca un soggetto che sia dominante nelle decisioni sulla politica commerciale e gli indirizzi strategici dell'impresa, proprio perché più soggetti, condizionandosi reciprocamente, sono congiuntamente determinanti. Molto, nella concettualizzazione del controllo congiunto, si deve alla concreta esperienza applicativa, maturata in sede comunitaria, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio relativo alla concentrazione tra imprese.

La comunicazione consolidata della Commissione 2008/C 95/01 [99] rappresenta uno strumento ermeneutico imprescindibile per chiunque, anche al di fuori della sfera anti trust, abbia la necessità di declinare la nozione generale e astratta del controllo congiunto in fattispecie concrete [100]. Se l'architrave del controllo congiunto è costituito dalla possibilità di esercitare un'influenza determinante sull'attività di un'impresa, il relativo potere, in un'ottica anti trust, è nelle mani di chi possa condizionare le decisioni che determinano l'indirizzo strategico aziendale. Mentre per il controllo individuale è necessario il potere di imporre le decisioni, per il controllo congiunto basta quello di impedirle. Sono dunque titolari del controllo congiunto i soggetti che, pur non potendo imporre la propria decisione, sono in grado di impedire che altri le assumano; fondamentalmente, il controllo congiunto si fonda sulla necessità che l'insieme dei soggetti senza la cui volontà non si potrebbe deliberare concordino una linea decisionale comune, evitando di paralizzarsi a vicenda. Tuttavia, perché sussista il controllo congiunto non è necessario che il potere interdittivo sia onnicomprensivo né che riguardi la gestione corrente dell'impresa. Da un lato, infatti, la Comunicazione Consolidata precisa che "*i diritti di veto devono riferirsi alle decisioni strategiche sulla condotta degli affari dell'im-*


feriscono un'influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un'impresa».

[99] D'ora in poi, per brevità, la "Comunicazione Consolidata".

[100] Nell'introduzione della Comunicazione Consolidata (§ 1), si legge che "*grazie alla presente comunicazione, le imprese dovrebbero essere in grado di stabilire più rapidamente, prima di qualsiasi contatto con la Commissione, se ed in quale misura le operazioni che intendono compiere potrebbero essere soggette al controllo delle concentrazioni da parte della Comunità*". All'interpretazione della nozione di "controllo congiunto" e ancor più specificamente all'individuazione degli indici che ne comprovino la sussistenza, sono dedicati i §§ da 62 ad 82 della Comunicazione Consolidata. Naturalmente, le indicazioni della Commissione non pregiudicano la facoltà di interpretazione del diritto comunitario della Corte di Giustizia delle Comunità Europee o del Tribunale di primo grado delle Comunità Europee (cfr. § 3 della Comunicazione), ma l'esperienza mostra come le corti europee, nel giudizio sui casi sottoposti al loro esame, si siano tendenzialmente sempre mosse nel solco tracciato dalla Commissione.

presa comune ed andare al di là dei diritti di veto normalmente conferiti agli azionisti di minoranza al fine di tutelare i loro interessi finanziari di investitori nell'impresa comune. La normale tutela dei diritti degli azionisti di minoranza è limitata alle decisioni sugli elementi costitutivi dell'impresa comune, quali modifiche dello statuto, aumenti o riduzioni di capitale o la liquidazione della società. Un diritto di veto che, per esempio, può impedire la vendita o la liquidazione dell'impresa comune non conferisce il controllo congiunto all'azionista di minoranza che ne gode" (§ 66); dall'altro lato, distingue tra gestione strategica e gestione corrente: "per acquisire il controllo congiunto, tuttavia, non è necessario che l'acquirente abbia il potere di esercitare un'influenza determinante sulla gestione corrente dell'impresa. L'elemento cruciale è che i diritti di veto siano sufficienti a consentire alle imprese madri di esercitare un'influenza determinante in relazione alla determinazione degli indirizzi strategici dell'attività dell'impresa comune" (§ 67).

La tensione interpretativa è dunque finalizzata a tracciare la linea oltre la quale un diritto di veto cessa di essere strumento (passivo) di tutela dell'investimento e diviene invece meccanismo (attivo) di co-determinazione delle strategie dell'impresa. E come già si è riscontrato nel sistema degli IFRS, i criteri discretivi hanno, anche nel contesto del diritto della concorrenza, un'evidente impronta aziendalista, essendo volti a cogliere gli snodi essenziali del ciclo decisionale di un'impresa in ciascuno dei suoi momenti cardine: definizione dell'assetto manageriale, pianificazione, esecuzione e controllo. Poiché il focus non è sulla gestione corrente ma sulle decisioni strategiche, alcuni diritti di veto sono di per sé tendenzialmente sufficienti per accertare la sussistenza del controllo congiunto: nomina dei dirigenti apicali, budget, business plan e investimenti [101], con la precisazione che *"per detenere il*

[101] Ai sensi del § 67 della Comunicazione Consolidata, *"i diritti di veto che conferiscono il controllo congiunto sono invece, per citare i casi più tipici, quelli relativi a decisioni su questioni quali il bilancio, il programma di attività, gli investimenti di grande entità e la nomina dei più alti dirigenti"*. La versione italiana di questo paragrafo tradisce tuttavia un'infedele "resa" del testo base che è nato in lingua inglese, avendo impropriamente tradotto il termine "budget" come "bilancio": *"da ultimo, non rileva per il controllo congiunto il diritto di veto sull'approvazione dei bilanci certificati della società. Si tratta di una precisazione importante, perché la versione italiana della Comunicazione consolidata ha creato confusione sul punto. Il testo inglese precisa che veto rights which confer joint control typically include decisions on issues such as the budget (§ 67). Tuttavia, il testo italiano ha impropriamente tradotto il termine budget come bilancio, anziché (come avrebbe dovuto) con l'espressione bilancio preventivo, ossia un documento che stabilisce le risorse disponibili allocandole alle varie iniziative pianificate. Del resto, sul piano della concorrenza è strategica la decisione sul bilancio preventivo, perché condiziona le azioni future dell'impresa, ma non quella sul bilancio civilistico, che deve solo fotografare in maniera fedele e completa la situazione contabile e finanziaria dell'anno trascorso"*, cfr. D'OSTUMI-BERETTA, *Il sistema del controllo delle concentrazioni in Italia* (Torino, 2017), 27. Ne ha dato conferma anche l'Autorità Garante della Concorrenza e del mercato nel provvedimento n. 12840 del 22 gennaio 2004, C6299, VAE-Balfour Beauty, rilevando che, nel caso di specie, l'azionista di minoranza non deteneva il controllo congiunto disponendo di diritti di veto solo su nomina dei revisori, approvazione

controllo congiunto l'azionista di minoranza non deve necessariamente fruire di tutti i diritti di veto sopra citati. Può anche essere sufficiente che egli goda solo di alcuni o di uno solo di tali diritti. Come stiano esattamente le cose in ciascun caso dipende dall'esatto contenuto del diritto di veto stesso e anche dall'importanza di tale diritto nell'ambito della specifica attività dell'impresa comune" (§ 68) [102].

Sarebbe improprio stilare una graduatoria gerarchica tra le quattro tipologie di veto che la Comunicazione Consolidata pone a fondamento del controllo congiunto [103], ma due di esse condizionano maggiormente la valutazione. Il veto sulla nomina e revoca dell'alta dirigenza e sull'approvazione del *budget* conferiscono solitamente e di per sé il controllo congiunto a chi ne dispone, mentre analoga "presunzione" non vale automaticamente per il veto sul *business plan* e sugli investimenti. Nel primo caso, perché occorre accertare se il *business plan* definisca solo obiettivi di carattere generale (nel qual caso il veto non porterebbe al controllo congiunto) o se invece contenga la dettagliata elaborazione delle strategie aziendali (con la puntuale definizione delle iniziative da intraprendere e una loro quantificazione previsionale in termini economici e finanziari); nel secondo caso, perché se il veto riguardasse solo investimenti di importo estremamente elevato potrebbe essere assimilato più alla normale tutela degli azionisti che ad un diritto idoneo ad incidere sulla codeterminazione strategica dell'impresa [104].

Non costituisce, di converso, indice di controllo congiunto il diritto di veto sulla vendita dell'impresa comune o su operazioni societarie da cui conseguirebbe un'apertura del capitale a terzi (§ 66) [105]. La precisazione è importante perché mostra

dei bilanci certificati e altre materie che "non riguardano la strategia commerciale dell'impresa, ma esclusivamente la salvaguardia dell'investimento finanziario". Non errata, ma comunque estranea al linguaggio aziendalista è anche, nel medesimo paragrafo così come in alcuni successivi, la traduzione di '*business plan*' in '*programma di attività*'.

[102] La necessità di una attenta ponderazione di tutti gli elementi del singolo caso è ribadita nel successivo § 73: "*per stabilire l'importanza relativa dei diritti di veto, laddove ne esistano un certo numero, non si deve procedere ad una valutazione isolata. La determinazione dell'esistenza o meno di un controllo congiunto si basa invece su una valutazione di tali diritti nel loro insieme. Tuttavia non si può considerare che un diritto di veto che non riguardi né l'indirizzo strategico degli affari, né la nomina della dirigenza di alto livello, né il bilancio preventivo, né il piano d'attività fornisca al suo detentore un controllo congiunto*".

[103] Anche perché, come avverte il § 72 della Comunicazione altre tipologie di veto possono essere rilevanti in relazione allo specifico mercato in cui l'impresa opera.

[104] Il peso da attribuire al veto sugli investimenti dipende, oltre che dalla soglia di spesa oltre la quale divenga esercitabile il veto, anche "*dalla misura in cui gli investimenti costituiscono un fattore determinante nel mercato in cui opera l'impresa comune ... la politica degli investimenti di un'impresa costituisce normalmente un elemento importante nell'accertamento dell'esistenza o meno di un controllo congiunto. Tuttavia possono esservi mercati nei quali gli investimenti non rappresentano un fattore importante nel determinare l'indirizzo degli affari di un'impresa*", § 71.

[105] Analogamente la nostra autorità di mercato, nella Comunicazione Consob DEM/10064646

come, ai fini dell'accertamento del controllo congiunto, abbiano rilievo i meccanismi statutari e parasociali che incidono sulla *governance* aziendale, mentre non rilevano, di regola, le previsioni che attengono alla circolazione delle partecipazioni. Se non comporta controllo congiunto il diritto di impedire un aumento di capitale o una fusione o una scissione o la cessione della principale partecipazione nel portafoglio di una *holding* (in quanto operazioni straordinarie, suscettibili di modificare elementi costitutivi dell'impresa comune e dunque tali per cui il diritto di impedirne la realizzazione costituisce strumento di protezione dell'investimento) [106], non c'è ragione perché si debba giungere ad una diversa conclusione rispetto a clausole che regolano o limitano la circolazione delle partecipazioni nell'impresa comune.

C'è in questo senso una profonda differenza tra la nozione di concerto e quella di controllo congiunto; perché esista concerto è infatti necessario che vi sia un legame tra i concertisti ed è sufficiente a crearlo il fatto che i concertisti, prima ancora di intervenire su aspetti di *governance*, abbiano condiviso regole per la circolazione delle loro partecipazioni nella *target*. Perché si realizzi una fattispecie di controllo congiunto è invece necessario che i soci possano condizionare le scelte gestionali, sicché contano gli strumenti di *governance* ma non, quanto meno in linea di principio, eventuali diritti od obblighi che attengano esclusivamente alla cessione delle loro azioni nell'impresa comune (vuoi stabilendo divieti temporanei di cessione [107] vuoi predisponendo meccanismi di *exit* [108] o di prelazione [109]).


del 22 luglio 2010, ha escluso che rilevasse ai fini del controllo congiunto il diritto di veto attribuito al socio della *holding* sulla cessione di azioni della partecipata che ne costituiva il principale asset: *“la cessione del suddetto asset [si configurerebbe] come un’operazione del tutto straordinaria che verrebbe in sostanza a modificare la stessa mission della società e che, in quanto tale, non appare riconducibile alla gestione ordinaria della medesima”*. Di segno contrario, invece, la Comunicazione Consob DEM/11016918 del 4 marzo 2011, che tuttavia è fortemente influenzata dalle peculiarità del caso oggetto della comunicazione.

[106] In senso conforme ai fini OPA, la Comunicazione Consob DCG/0079962 del 9 ottobre 2013 ove si legge che *“... l’individuazione del controllo dipende dall’idoneità della partecipazione azionaria ad orientare la volontà dell’assemblea ordinaria, mentre non rileva a tal fine l’influenza esercitabile sulle assemblee in sede straordinaria”*.

[107] In senso conforme ai fini OPA, la Comunicazione Consob DCG/0074531 del 18 settembre 2014.

[108] In senso conforme ai fini OPA, la Comunicazione Consob DEM/7103030 del 20 dicembre 2007.

[109] In senso conforme ai fini OPA, la Comunicazione Consob DEM/7103030 del 20 dicembre 2007.

10. L'orientamento della Consob sul depotenziamento del socio di controllo e la nozione di predominanza codificata dall'autorità di mercato francese

Non disponendo la Consob di una nozione di controllo congiunto su cui fondare “in positivo” la propria valutazione, l'autorità ha elaborato il proprio orientamento “per sottrazione”, partendo dalla nozione del controllo solitario e analizzando se (ed in quale misura) la presenza di altri soci legati al socio di controllo da un patto parasociale possa depotenziarne l'influenza dominante. La stessa Consob ha ricostruito lo sviluppo della propria linea interpretativa in questi termini: “*la Commissione si è da tempo attenuta all'orientamento per cui la permanenza di una posizione dominante in capo al socio di controllo dopo la cessione di parte delle azioni a un terzo, che sia vincolato al primo socio da un patto parasociale, esclude la sussistenza di un obbligo di offerta in capo ai due soggetti. Questo orientamento costituisce lo sviluppo di altra simile linea interpretativa secondo la quale le modifiche soggettive ed oggettive apportate a patti di controllo su società quotate rilevano ai fini dell'insorgenza di un obbligo di offerta soltanto qualora esse comportino una significativa modificazione degli assetti di potere interni al patto. Si è altresì ritenuto che tale ultima circostanza possa verificarsi solo nel caso in cui un nuovo socio sia in grado di esercitare una stabile preminenza all'interno del patto o di disporre di uno stabile potere di veto sulle decisioni che attengono alla gestione ordinaria della società*” [110].

L'orientamento in tema di OPA indiretta si colloca nel medesimo solco, sicché, anche in questo caso, l'obbligo di offerta sorge, per l'appunto, solo quando le clausole contenute nel patto parasociale siano idonee a depotenziare l'influenza dominante esercitata dal socio di maggioranza (dando conseguentemente vita ad una situazione di controllo congiunto o comunque di controllo variabile in luogo del pregresso controllo solitario sulla *holding*).

Sul piano interpretativo, si tratta dunque, nuovamente, di “fissare l'asticella” per stabilire quale sia il punto oltre il quale le clausole che limitano le prerogative del socio di maggioranza si trasformano da strumento di tutela dell'investitore di minoranza in meccanismo di condivisione del controllo. Nel caso dell'OPA indiretta l'analisi si svolge peraltro su un doppio livello, poiché occorre tener conto della governance della *holding* oltre che della quotata a valle. Naturalmente, per quanto attiene alla *holding*, assumeranno rilievo solo le clausole suscettibili di incidere (direttamente o indirettamente) sulla gestione dell'emittente, mentre, almeno in linea di principio, risulteranno irrilevanti eventuali diritti di veto del socio di minoranza che attengano esclusivamente alla gestione della *holding* senza riverbero sulle scelte operative o strategiche della quotata. E così, ad esempio, mentre un veto su ope-

[110] Cfr. Comunicazione Consob DEM/11018918 del 4 marzo 2011.

razioni di acquisizione della quotata potrà essere giustificato solo quando la soglia sia particolarmente elevata, un veto *tout court* del socio di minoranza su acquisizioni da parte della *holding* in altri settori non influenzerà la valutazione; ciò che conta ai fini dell'analisi non è il controllo congiunto sulla *holding* in quanto tale, ma piuttosto il controllo congiunto sulla *holding* quale “cinghia di trasmissione” per orientare la gestione della quotata di cui detenga il controllo.

Tuttavia, se l'architettura generale su cui si fonda l'orientamento della Consob è sufficientemente chiara e consolidata, si avverte, in realtà, la mancanza di canoni applicativi che consentano di inquadrare le peculiarità dei singoli casi in un sistema interpretativo caratterizzato da prevedibilità e coerenza. Anche allargando lo sguardo al più vasto catalogo delle comunicazioni della Consob che toccano il tema del depotenziamento del socio di controllo nelle varie fattispecie rilevanti ai fini OPA [111], non si rinvencono, infatti, *criteri realmente oggettivi* su cui misurare, caso per caso, l'intensità nella variazione dell'assetto di controllo. Del resto, come la stessa autorità si premura di sottolineare a corredo di ogni suo intervento, le singole comunicazioni sono inevitabilmente condizionate dalle specificità dei casi oggetto di esame [112] e quindi, per quanto siano utili a delineare un orientamento di fon-

[111] Dall'esame analitico dei precedenti, emerge che: (1) *black list*: la Consob ha ritenuto che le seguenti clausole siano di per sé suscettibili di depotenziare il socio di maggioranza, con conseguente obbligo di OPA: (i) diritto di veto del socio di minoranza sulla designazione dell'amministratore delegato (Comunicazione Consob DEM/DCL/7096246 del 26 ottobre 2007, cfr., tuttavia, la Comunicazione Consob DEM/7103030 del 20 novembre 2007 in cui l'autorità di mercato ha, al contrario, “inserito in *white list*” una clausola che richiedeva il consenso del socio di minoranza per revocare l'amministratore delegato in carica e inoltre, in caso di revoca, l'impegno del socio di maggioranza a designare il sostituto all'interno di una lista di candidati selezionati da un *head hunter* scelto dal socio di minoranza); (ii) diritto di veto del socio di minoranza sulla costituzione del comitato esecutivo (Comunicazione Consob DEM/DCL/7096246 del 26 ottobre 2007); (iii) diritto del socio di minoranza di limitare la piena discrezionalità del socio di controllo nella scelta della maggioranza dei consiglieri di amministrazione (Comunicazione Consob DEM/DCL/7096246 del 26 ottobre 2007); (iv) divieto del socio di maggioranza di accrescere la propria partecipazione (Comunicazione Consob DEM/11016918 del 4 marzo 2011). (2) *white list*: la Consob ha ritenuto che le seguenti clausole siano compatibili con la permanenza del controllo solitario del socio di maggioranza e non comportino dunque (di per sé) l'insorgere di obblighi di OPA: (i) diritto di veto del socio di minoranza su operazioni straordinarie di natura societaria (aumenti di capitale, fusioni, scissioni) o gestionale (acquisizioni di valore elevato o nuovo indebitamento oltre soglie significative) (cfr. Comunicazioni Consob DEM/1006446 del 22 luglio 2010 e DCG 0079962 del 9 ottobre 2013); (ii) diritto del socio di minoranza di designare una quota, inferiore alla metà, degli amministratori (cfr. Comunicazione Consob DEM/7103030 del 20 novembre 2007); (iii) diritto del socio di minoranza di designare uno o più sindaci (cfr. Comunicazioni Consob DEM/71030303 del 20 novembre 2007 e DEM/8085779 del 17 settembre 2008); (iv) diritto del socio di minoranza di nominare il *chief financial officer* (cfr. Comunicazione DEM/8085779 del 17 settembre 2008); (v) limitazioni alla trasferibilità delle partecipazioni o meccanismi di trascinamento e covendita (cfr. Comunicazione Consob DEM/7103030 del 20 novembre 2007).

[112] La stessa Commissione avverte che “l'applicazione [del proprio orientamento] ai casi concreti è possibile solo dopo aver verificato le diverse circostanze che possono caratterizzare ogni singola ope-

do, non sopperiscono alla carenza di uno strumento interpretativo generale e astratto. In altri termini, a differenza di ciò che avviene in ambito anti trust in virtù della comunicazione consolidata della Commissione 2008/C 95/01 che si è poc'anzi commentata, manca, per l'OPA indiretta, l'elaborazione di linee guida cui l'interprete possa rifarsi per stabilire, a priori e con ragionevole certezza, quale *sia il limite oltre il quale il controllo solitario muta in controllo congiunto*, con conseguente obbligo di offerta [113].

In questo senso, è interessante un parallelo con il sistema francese che ha da tempo codificato un meccanismo regolamentare di esenzione speculare all'orientamento interpretativo sviluppato dalla Consob, ancorché opposto quanto all'angolo visuale di osservazione del fenomeno. Anche nell'ordinamento francese l'obbligo di offerta consegue sia all'acquisto (anche di concerto) di una partecipazione oltre soglia in una società quotata sia all'acquisto del controllo di una società (quotata o non) il cui "*actif essential*" sia costituito dalla partecipazione oltre soglia in una quotata [114]; ma, analogamente a quanto avviene in Italia, non sempre alla modifica della compagine societaria della *holding* consegue un obbligo di OPA. L'art. 234-7 del *Règlement Général* dell'AMF [115] prevede, infatti, che qualora un

razione e che possono riguardare, ad esempio, le effettive intenzioni delle parti, le dimensioni delle partecipazioni trasferite od acquistate, il significato da attribuire alle pattuizioni stipulate", Comunicazione Consob DCL/DEM/85385 del 16 novembre 2000.

[113] Ricorda GARGANTINI che "la stessa Consob ha dovuto in tempi recenti ammettere che la valutazione della rilevanza nella variazione degli assetti di governance dell'emittente può non rappresentare, al ricorrere di fattispecie particolarmente complesse, un criterio di selezione affidabile", GARGANTINI "Coordinamento (extra)-assembleare dei soci e azione di concerto nella S.p.A. quotata", in *Liber amicorum in onore di P. Abbadessa* (Torino, 2014), 3, 2120; il riferimento è al caso contemplato nella Comunicazione Consob DEM 11042591 del 13 maggio 2011.

[114] L'art. L. 433-3, I, del *Code monétaire et financier*, nel prevedere le condizioni da cui scaturisce l'obbligo dell'offerta pubblica di acquisto, prende in considerazione la detenzione diretta o indiretta di più del 30% del capitale o dei diritti di voto: "*l'obligation de déposer une offre publique peut également être le résultat d'un franchissement indirect du seuil de 30% en capital ou des droits de vote (C. mon. fin. art. L. 433-3 I). A titre d'exemples: ... – le dépôt d'une offre publique s'imposera également lorsque le franchissement procède de la prise de contrôle d'une tierce société (telle qu'une holding) détenant plus de 30% du capital ou des droits de vote d'une société cotée, qui constitue une part essentielle de ses actifs;*

– l'obligation de déposer une offre publique s'imposera aussi lorsqu'un groupe de personnes agissant de concert vient à prendre le contrôle d'une société détenant plus de 30% des droits de vote ou du capital d'une sociétés cotée", AA.VV., *Droit financier* (Parigi, 2019), 1251.

[115] Che così recita: «L'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert: 1° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, la majorité du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci demeurent prédominants; 2° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci conservent une participation plus élevée, et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils ne franchissent pas l'un des

gruppo di persone, che agiscano di concerto tra loro, acquisti il controllo di una *holding*, il cui attivo essenziale sia costituito dalla partecipazione oltre soglia in una quotata francese, l'autorità di mercato possa concedere dispensa dall'obbligo di offerta purché una o più di tali persone già dispongano del controllo e permangano predominanti («à condition que l'une ou plusieurs d'entre elles disposaient déjà de ce contrôle et demeurent prédominantes»).

Si tratta, in tutta evidenza, di un principio identico alla linea interpretativa della Consob: il socio originario di controllo permane *predominante* (come richiesto dall'AMF) nella misura in cui il suo potere non sia stato *depotenziato* (come prevede l'orientamento della Consob). Identico è anche lo sviluppo argomentativo della regola della predominanza, che distingue tra protezione dell'investimento («les clauses s'analysant comme des dispositifs destinés à protéger l'investissement du nouvel entrant n'ont pas vocation à être considérées comme altérant la prédominance de l'actionnaire historique» [116]) e compartecipazione alla gestione («lorsque les accords prévoient la possibilité, pour le nouveau participant, notamment de s'opposer soit à la nomination d'un dirigeant, soit à l'adoption d'un bud-

seuils visés aux articles 234-2 et 234-5. Lorsque plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, est détenu par une autre société et en constitue un actif essentiel, l'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsqu'un groupe de personnes agissant de concert vient à prendre le contrôle de la société détentrice au sens des textes applicables à cette dernière, à condition que l'une ou plusieurs d'entre elles disposaient déjà de ce contrôle et demeurent prédominantes. Dans tous les cas susvisés, tant que l'équilibre des participations respectives au sein d'un concert n'est pas significativement modifié par référence à la situation constatée lors de la déclaration initiale, il n'y a pas lieu de déposer un projet d'offre publique».

[116] AMF, *Rapport Annuel 2009*, 145, citato da MARTIN- TÈZENAS DU MONTCEL, "Evolutions au sein d'un concert et offre publique obligatoire", *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2013, 136. Vedi anche la decisione dell'AMF 208C0189 del 28 gennaio 2008, in cui l'autorità francese ha accertato la permanenza della predominanza dell'originario socio di controllo di una *holding* non quotata che deteneva la partecipazione di maggioranza in Maisons France Confort, società quotata al listino francese. Il precedente è interessante perché, nel caso specifico, i fondi di investimento che hanno acquisito una partecipazione di minoranza nella *holding* beneficiavano di un veto sull'approvazione e modifica del *budget* e del *business plan* triennale, ma l'autorità ha nondimeno ritenuto di accordare la dispensa all'obbligo di offerta, avendo rilevato che: "d'une part, les droits de veto bénéficiant à la CNCE (portant notamment sur le vote et la modification du "business plan" à trois ans et du budget) n'empêcheraient pas le président de la holding de contrôle de Maisons France Confort et le président-directeur général de Maisons France Confort, qui est un membre de la famille Vandromme, "de continuer à assurer la gestion courante de ces sociétés et de procéder aux opérations d'investissement (croissance externe ou autres), dans le respect des seuils d'investissement stipulés dans le pacte" et, d'autre part, "en cas de divergences sur des points importants (modifications de l'activité ou statutaires des sociétés du groupe, évolution des participations dans MFC, vote et modification du business plan ou du budget...), la famille Vandromme disposera de la possibilité de faire valoir son point de vue, sous réserve de permettre, le cas échéant, à GCE FC de liquider son investissement".

get, à la politique financière de la société (endettement, distribution), à l'acquisition ou la cession des actifs, sans que lesdits accords fassent référence à des seuils significatifs tenant compte, le cas échéant, de la nature et de la situation de la société concernée ... la situation de prédominance de l'actionnaire historique n'est plus assurée» [117]). Anche sul piano applicativo, le deroghe accordate dall'autorità francese all'obbligo di offerta si collocano nel medesimo solco delle decisioni della Consob, soppesando i diritti di veto in funzione della loro idoneità, per tipologia o soglia, ad attribuire un potere di co-determinare l'indirizzo gestionale [118].

11. Linee guida per la neutralità OPA

L'*excursus* che precede consente di collocare in un quadro organico gli orientamenti della Consob sulla neutralità ai fini OPA delle operazioni che, pur prevenendo la circolazione di quote azionarie della *holding*, non ne alterino l'assetto di controllo. Non si tratta tanto, infatti, di elencare singole clausole parasociali che facciano pendere la bilancia da una parte o dall'altra, quanto piuttosto di enucleare dei criteri generali e astratti che guidino l'analisi, superando dunque un approccio troppo fondato sulla specificità dei singoli casi.

In questo senso, mi pare che sia necessario stabilire anche un ordine gerarchico tra i criteri, poiché alcuni di essi hanno peso dirimente nella decisione. Il *criterio principe* non può dunque che essere quello della *continuità nell'assetto di controllo*, articolato in duplice profilo: *quantitativo e qualitativo* [119]. Perché l'operazio-

[117] AMF, *Rapport Annuel* 2012, 100.

[118] Cfr. AMF, *Rapport Annuel* 2009, 145, secondo cui non comportano obbligo di offerta "des clauses fixant une représentation minimale (et minoritaire) au sein des organes sociaux, organisant une majorité qualifiée au sein desdits organes pour certaines décisions importantes (et donnant de fait un pouvoir de veto au concertiste entrant), octroyant à l'investisseur entrant un droit de consultation renforcé lui permettant d'interférer dans l'établissement du plan d'affaires ou encore organisant une concertation sur des projets significatifs, des investissements supérieurs à certains montants, ou l'émission de titres nouveaux, pour autant que de telles clauses ne reviennent pas à instaurer dans les faits un pouvoir de gestion conjoint".

[119] Questo è l'iter logico con cui l'AMF, del resto non diversamente dalla Consob, valuta la variazione degli assetti di controllo per accertare se sia mantenuta la predominanza dell'originario socio di maggioranza: "en examinant ces différents exemples, on prend conscience du chemin critique suivi par l'autorité de marché. Elle vérifie d'abord les quantités: les concertistes sont-ils ou non en position de force? Ensuite, elle prend la mesure des prérogatives consenties à celui qui vient s'agréger au concert existant: s'agit-il de «simples» prérogatives destinées à protéger son investissement, de droits de créancier en quelque sorte, ou de privilèges procédant d'une cogestion de la société? Enfin, les circonstances sont également prises en considération; la situation n'est pas la même lorsque le nouveau compagnon de route intervient à l'occasion du redressement financier de la société ou investit dans une société

ne possa andare esente da obblighi di OPA è necessario, innanzi tutto, che la quantità di azioni oggetto di cessione sia inferiore alla metà del capitale con diritto di voto; chiunque, da solo o di concerto con altri, dovesse acquistare oltre la metà del capitale della *holding* non potrebbe in alcun caso sottrarsi all'obbligo di offerta.

Non è tuttavia sufficiente che l'operazione abbia ad oggetto una quota di capitale inferiore alla metà, perché occorre, anche, che prima dell'operazione ci sia una chiara situazione di controllo (o, all'opposto, di assenza di controllo individuale o congiunto [120] e che, ad operazione conclusa, l'assetto di controllo non sia variato in una visione sostanzialista e non solo formale. Il giudizio sulla permanenza sostanziale della situazione *quo ante* discende, in primo luogo, dal *criterio della coerenza*: poiché l'ordinamento anti trust è ispirato da logiche del tutto omogenee con l'interpretazione del depotenziamento del controllo sviluppata dalla Consob, non vedo come, almeno in linea di principio e salve ovviamente le peculiarità di ogni specifico caso, si potrebbe affermare la neutralità ai fini OPA di un'operazione che, nel sistema della concorrenza, sia al contrario considerata foriera di una situazione di controllo congiunto.

Naturalmente, le clausole statutarie e parasociali andranno poi autonomamente valutate [121] ai fini OPA, distinguendo tra *clausole ad effetto continuo* e *clausole ad effetto occasionale*. Le prime coincidono sostanzialmente con i diritti di veto sulla nomina delle figure apicali dell'azienda e sugli strumenti di pianificazione (*budget* e *business plan*): una volta esercitato il diritto di co-determinarne la scelta, l'influenza sulla gestione aziendale avverrà infatti senza soluzione di continuità



dont la santé financière n'est pas altérée", cfr. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques* (Parigi, 2014), 313.

[120] L'analisi empirica delle *holding* di controllo di quotate italiane mostra che, nella maggioranza dei casi, le *holding* hanno una struttura azionaria "chiusa", caratterizzata dalla presenza di pochi soci, spesso legati da rapporti di parentela. Tuttavia, esistono casi in cui la *holding* raggruppa invece una pluralità di *constituency* autonome, dando vita, talora, ad assetti azionari caratterizzati dalla possibilità di più maggioranze alternative e, dunque, dall'assenza di una posizione di controllo, individuale o congiunta, prestabilita; in questi casi, anche l'acquisto di una partecipazione di minoranza potrebbe consentire "di determinare le deliberazioni dell'assemblea ordinaria per la polverizzazione dei possessori azionari e l'assenteismo degli altri soci", sicché in questi casi "la quota di partecipazione idonea ad assicurare l'influenza dominante è variabile perché dipende dalla situazione di fatto in cui la società si trova", cfr. Comunicazione Consob DCG/0076067 del 1° ottobre 2015. Vedi anche la Comunicazione Consob DEM/11016918 del 4 marzo 2011 per la necessità di valutare anche l'influenza prospettica di una partecipazione pur di minoranza all'interno di una compagine societaria non caratterizzata da una chiara posizione di predominanza altrui: "... non esiste, di fatto, alcun limite alla possibilità che il nuovo socio Groupama eserciti, sulla base del patto nella sua attuale conformazione o in esito a futuri (ma prevedibili) sviluppi, un ruolo più significativo di quello che si potrebbe ritenere sussistente in base alla considerazione della sola partecipazione da questi detenuta".

[121] Ovvero ri-valutate qualora l'operazione fosse soggetta, per dimensioni, al vaglio anti trust e fosse stata confermata l'assenza di situazioni di controllo congiunto.

(per l'interazione con il management che, per un dato di comune esperienza, si accompagna al diritto di nomina o perché la gestione sarà vincolata dai "binari" previsti nel *business plan* [122]). Pertanto, come nel diritto della concorrenza, la presenza di un veto al riguardo sarà di per sé sufficiente ad integrare quel depotenziamento del socio di controllo da cui discende l'obbligo d'OPA [123]. Si impone tuttavia un *caveat* sul tema delle figure apicali: non ogni clausola di co-determinazione è suscettibile di esercitare un effetto stabile e ricorrente sulla gestione aziendale.



[122] Per questa ragione, si fuoriesce dal tema del controllo congiunto, pur in presenza di un diritto di veto sul *business plan*, quando il documento di programmazione contenga solo linee di indirizzo strategico generale e non si spinga a dettagliare le azioni di management concretamente funzionali alla realizzazione degli obiettivi gestionali, pianificandone analiticamente lo sviluppo economico e finanziario prospettico. Il § 70 della Comunicazione Consolidata lo precisa con chiarezza: "*the business plan normally provides details of the aims of a company together with the measures to be taken in order to achieve those aims. A veto right over this type of business plan may be sufficient to confer joint control even in the absence of any other veto right. In contrast, where the business plan contains merely general declarations concerning the business aims of the joint venture, the existence of a veto right will be only one element in the general assessment of joint control but will not, on its own, be sufficient to confer joint control*". Cfr. anche D'OSTUMI-BERETTA (*supra*, n. 101), 28: "*il potere di bocciare un business plan può attribuire il controllo in funzione del grado di dettaglio del documento. Se il piano aziendale descrive in maniera approfondita gli obiettivi da raggiungere e le iniziative da adottare a tal fine, un diritto di veto sulla sua approvazione può essere sufficiente da solo a conferire il controllo congiunto. Se invece gli obiettivi aziendali sono genericamente individuati nel business plan, il potere di opporvi un veto non basta da solo ad attribuire un controllo congiunto, pur non perdendo del tutto rilievo*". Egualmente, NOURRY-HARRISON all'indirizzo [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-107-3702?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1#co_anchor_a860496](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-107-3702?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1#co_anchor_a860496): "*a right of veto over the business plan alone may be sufficient to confer joint control if the business plan is comprehensive, in that it contains details of the aims of the joint venture and the measures to be taken to achieve them. However, where the business plan merely contains general declarations concerning the business aims of the joint venture, the existence of a veto right will be only one of the factors taken into account*".

[123] Salvo immaginare che il potere di veto del socio di minoranza sul *business plan* sia temperato dal diritto del socio di controllo di riacquistarne la partecipazione al valore corrente di mercato laddove il veto venisse in concreto esercitato. In questo senso si è espressa, in passato, l'AMF: "*à l'issue d'une période de 3 ans à compter de la signature dudit pacte, sera applicable une procédure de résolution des blocages en cas de désaccord entre la famille Vandromme et GCE FC au sein du comité stratégique sur les décisions suivantes: – changement d'activité ou nouvelle activité de MAISONS FRANCE CONFORT ou d'une de ses filiales directes ou indirectes; – vote et modification du business plan à 3 ans et du budget. Cette procédure, qui pourra être déclenchée par l'une ou l'autre des parties, permettra à la famille Vandromme, à son option, soit (i) de proposer à GCE FC de vendre sa participation ou d'acquérir la participation de la famille Vandromme, soit (ii) de fusionner MFC PI et MAISONS FRANCE CONFORT, auquel cas le pacte sera résilié de plein droit. En cas de non réalisation de l'option choisie dans un délai de quatre mois, la famille Vandromme sera tenue de donner un mandat de vente portant sur 100% des titres de MFC PI.*", cfr. decisione AMF 208C0189 del 28 gennaio 2008. La circostanza che il socio di controllo possa riguadagnare piena libertà di azione mi pare argomento persuasivo, purché le condizioni del riacquisto non siano "costruite" in modo tale da dissuaderlo dal procedere in tal senso (come accadrebbe, ad esempio, se la formula per il calcolo del prezzo fosse superiore ai corsi di borsa o comunque al *fair value*).

Se, infatti, il socio di minoranza avesse voce in capitolo solo al verificarsi di situazioni oggettivamente suscettibili di mettere a rischio il suo investimento (come ad esempio nel caso in cui le *performance* aziendali si deteriorassero oltre determinate soglie) e la sua influenza fosse limitata al poter “imporre” che la scelta di nuove figure manageriali avvenga secondo regole di selezione volte a garantire il vaglio delle migliori candidature disponibili sul mercato, non per ciò se ne dovrebbe presumere un potere di influenza prossimo al controllo congiunto. Egualmente, la possibilità di contribuire alla nomina di chi all’interno dell’azienda abbia un ruolo di controllo e non di gestione (responsabile dell’*internal audit*, sindaci, revisori, ecc. [124]) resta estraneo al tema del controllo.

Diversamente, per le clausole ad effetto occasionale, la rilevanza non è *in re ipsa*, ma dipende principalmente dalla frequenza con cui gli atti soggetti a veto si verificano (o si può presumere possano verificarsi) nella vita aziendale. Più che un’elencazione tipologica delle materie oggetto del veto conterà dunque la frequenza con cui il veto avrebbe potuto essere esercitato retrospettivamente (all’interno di un congruo arco pluriennale) o lo possa essere *de futuro* sulla base di quanto previsto nel *business plan* adottato in azienda; le clausole di veto andranno cioè valutate oggettivamente, secondo un *criterio di misurabilità* del loro impatto, piuttosto che sottoposte ad un giudizio, inevitabilmente soggettivo e discrezionale, di astratto rilievo per materia o di adeguatezza delle soglie quantitative cui eventualmente l’esercizio del veto sia collegato.

Da ultimo, il giudizio dovrà tener conto del criterio di (assoluta) *prevalenza delle clausole sulla governance* rispetto a quelle che abbiano ad oggetto la circolazione del capitale. Mentre queste ultime possono obiettivamente acquisire un peso nella valutazione sull’intensità della variazione nell’assetto di controllo in relazione ad un patto parasociale tra chi direttamente detenga azioni in un emittente quotato, difficilmente potrà accadere altrettanto nel caso degli accordi tra i soci di una *holding*. Se i patti parasociali su una quotata incidono tipicamente sul governo societario anche tramite la stabilizzazione del suo assetto proprietario, creando una naturale convergenza di interessi sul piano della *governance* tra chi abbia vincolato la propria partecipazione o ne abbia comunque assoggettato la circolazione a regole concordate a mutuo beneficio dei pattisti, nel caso della *holding* l’effetto della stabilizzazione è *in re ipsa* [125] La partecipazione di controllo nella quotata è infatti

[124] In un precedente Consob (già citato), è stato ritenuto estraneo al tema del controllo anche il diritto del socio di minoranza di nominare il *chief financial officer* (cfr. Comunicazione Consob DEM/8085779 del 17 settembre 2008).

[125] Non casualmente la Consob, in risposta ad un quesito formulato da quattro fondi di investimento che congiuntamente “controllavano” l’emittente attraverso un patto parasociale e che intendevano riorganizzare la catena di controllo con il conferimento delle rispettive partecipazioni in un co-

custodita in un veicolo societario che ne stabilizza “strutturalmente” la detenzione, senza peraltro soggiacere, come invece succede nel caso degli accordi parasociali, al limite triennale di durata dei vincoli pattizi eventualmente assunti. In un patto parasociale occorre innanzi tutto creare un “collante” che stabilizzi il gruppo di sindacato; per questa ragione, le previsioni di *lock-up* o di prelazione sono funzionali a consolidare la coalizione e la sua capacità di incidere sul controllo dell’emittente. Le regole sull’assetto proprietario della *holding* rispondono invece a finalità differenti (nell’interesse del socio di maggioranza per controllare che la quota di minoranza non venga collocata in mani sgradite oppure per poterla trascinare in una vendita totalitaria; nell’interesse del socio di minoranza per assicurarsi una facoltà di *exit* o una posizione preferenziale per rilevare la quota di maggioranza ove il proprietario la volesse vendere), ma non sono certamente uno strumento per influenzare la *governance*; detto altrimenti, quand’anche lo statuto della *holding* prevedesse diritti di prelazione, diritti od obblighi di co-vendita e sin anche divieti temporanei di cessione non sarebbero questi i meccanismi suscettibili di spostare l’asse del controllo [126].

 mune veicolo societario, ha ritenuto che dall’operazione sarebbe sorto un obbligo di offerta; pur riconoscendo che il controllo sarebbe rimasto imputabile ai medesimi soggetti, la Consob ha giustificato il diniego all’esenzione per trasferimento “infra gruppo” in base al rilievo che la concentrazione delle partecipazioni in un veicolo societario avrebbe intensificato il livello di potere esercitabile sull’emittente, alterandone la contendibilità. In altri termini, nella valutazione della Consob, l’operazione avrebbe comportato una modifica qualitativamente rilevante del controllo esercitato sull’emittente che, nel passaggio da *parasociale* a *sociale*, avrebbe acquisito una maggior forza e stabilità (*in primis*, per l’indifferenza del vincolo societario al limite triennale di durata previsto per i patti parasociali e per l’efficacia reale dei meccanismi societari rispetto a quella meramente obbligatoria di un patto parasociale). Cfr. Comunicazione Consob DEM/8093480 del 9 ottobre 2008; su cui, diffusamente, MOSCA, “Riorganizzazione della struttura proprietaria ed OPA obbligatoria”, *Riv. soc.*, 2009, 136 *et passim*, nonché LUCANTONI, *Il voto in assemblea. Dall’organizzazione al mercato* (Torino, 2012), 218.

[126] Così anche nel già citato precedente francese di *Maison France Confort*, cfr. *supra*, nota 111.

